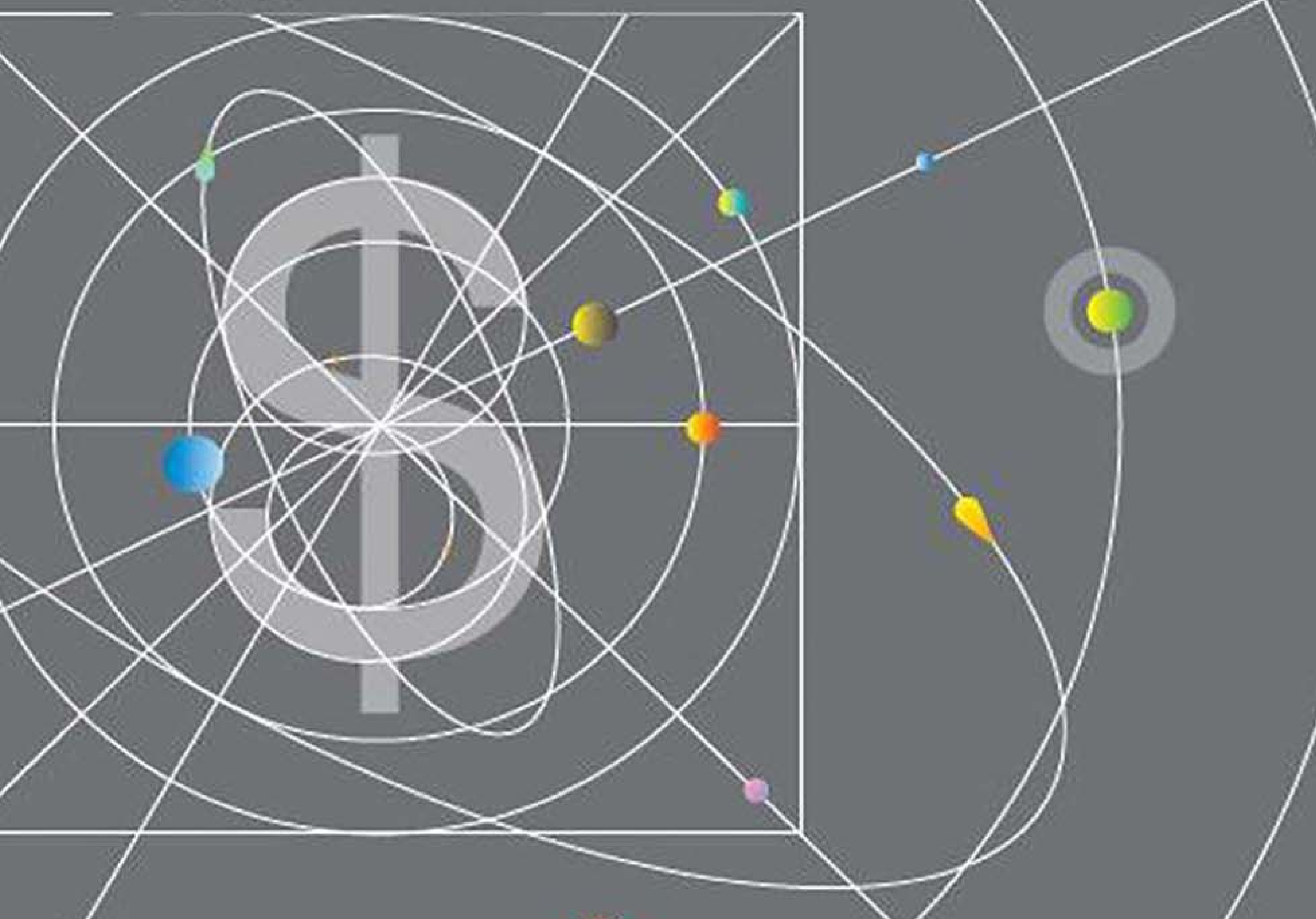
MASTERS OF THE UNIVERSE SLAVES OF THE MARKET

宇宙的主人，市场的奴隶

[美]史蒂芬·贝尔（Stephen Bell）
[英]安德鲁·欣德摩尔（Andrew Hindmoor） 著

廖岷等译



中信出版集团 | CHINA CITIC PRESS

版权信息

书名:宇宙的主人，市场的奴隶

作者:[美]史蒂芬·贝尔 [英]安德鲁·欣德摩尔

译者:廖岷等

ISBN:9787508662473

中信出版集团制作发行

导语

2008年，银行业和金融危机全面爆发，在纽约和伦敦，金融市场吞噬了众多英美与欧洲大型商业银行和投资银行，这场危机“可以说是金融资本主义历史上最严重的一场危机”。（Turner，2009b，第5页）当时，几乎没有银行家真正理解他们自己创造的新金融市场的规模、复杂度、脆弱性和巨大的“系统性风险”，以及金融市场引发大规模经济衰退的可能性。本书旨在清晰描述危机期间的事态发展及背后缘由，并提出防范危机重演的措施建议。

本书认为，要探寻本轮危机发生的根源，须先回答一个突出但却很少被问及的问题——为何英美两大核心经济体的金融和银行体系遭遇危机，而其他国家如澳大利亚和加拿大的银行体系却安然无恙？上述国别比较提供了关键线索：银行业发生危机与否，在很大程度上取决于各国银行业市场的本质。本书将通过翔实的比较分析，说明虽然银行体系呈现显著的全球化特征，但各国独特的市场环境仍然影响着单个银行的行为模式。我们发现，竞争程度较高、传统信贷业务回报较低的银行业市场，普遍追求更具风险的交易型业务，从而更易发生金融危机。在英美两国高度竞争的银行业市场中，银行家承受着巨大压力，为获取额外利润，必须重构银行资产负债表，大量进行抵押贷款支持证券（MBS）的高杠杆交易。2007年，正是抵押贷款支持证券市场的崩塌引发了银行业危机。英美两国的银行家承受着重压，但澳大利亚和加拿大同行们受到的同类压力却相对较小。因此，各国银行业市场状况的差异，成为解释此次危机起源的关键要素。

就银行业和信贷危机的规模而言，本书认为金融市场所谓的系统性风险中内嵌的结构化力量是核心的影响因素。在英美两国，系统性风险

体现在过高的杠杆率，或大型银行和批发融资市场之间的债务关系上。当抵押贷款支持证券价格暴跌时，银行家和信贷市场开始猜测哪些银行将遭受怎样的损失。由此引发了市场恐慌，并导致信贷市场骤然紧缩。这就是为何此次危机规模如此之大的直接原因。

此次金融危机爆发于2007年，次年即2008年达到高潮。不同于20世纪30年代的大萧条，此次危机并非源于实体经济的崩溃。整体而言，此次危机也并非旧式的银行业危机，并不是由于银行在公共部门贷款业务中放松信贷标准，做出错误放贷决策而引发的危机。的确，有部分银行被公共部门信贷和房地产信贷的糟糕决策所累，如英国哈里法克斯银行（HBOS）和美国美联银行（Wachovia）就是两个典型案例。然而，对于大多数银行而言，正如本书第三章所述，银行的贷款违约率都相对较低。例如，英国劳埃德银行（Lloyds）和巴克莱银行（Barclays）的贷款减值率（loan impairment rate）仅为2.5% 和2.7%。在美国，美国银行（Bank of America）记为减值的贷款仅占0.6%；花旗集团（Citigroup）和摩根大通银行（JP Morgan Chase）的减值贷款分别为0.25%和0.15%。[注]

此次金融危机的起源可以追溯到美国次级抵押贷款支持证券市场的损失。然而，上述损失若与金融体系整体规模相比，相对较小，尚不足以导致此次危机的规模和严重程度。事实上，银行资产负债表内所持资产的普遍贬值，以及银行所依赖的批发融资市场的枯竭，才是决定危机广度与深度的关键因素。而这在很大程度上，是由市场对最初的次级抵押贷款支持证券损失的过度反应和恐慌造成的，是对危机蔓延下哪些银行会有哪些损失的不确定性造成的。其核心问题在于金融结构的脆弱本质以及由此产生的系统性风险。

对此次危机的解读，大致可归为两类。一类为揭露贪婪莽撞的银行家、金融家形象，另一类则是对危机各种可能成因的罗列：从低利率助推房地产和金融资产泡沫到疲弱的金融监管，到美国次级房地产市场的

崩塌，再到基于次级房地产抵押贷款的各类复杂金融工具的随之坍塌。第一类分析大多出于新闻记者或银行从业者之手，详细描述银行内部发生了什么，但却未能将银行置于更宏大的背景中考察（W.Cohan，2009，2011；Sorkin，2009）。第二类分析的作者通常为经济学家，但这种“清单”式分析一是难以确定核心的决定因素，二是未能阐明各种因素的相互作用与共同作用（Davies，2010；Stiglitz，2010；Blinder，2013）。

本书则采取了不同的研究路径，并得以在关于危机成因的冗长清单中辨析出危机起源和规模的核心驱动因素。的确，上文提及的危机成因是故事的一部分，但它们绝不是真正决定银行和银行家行为的根本要素。例如，监管在危机前主要关注单个银行的资本水平，缺乏系统性视角。同时，监管并未认真研究或质疑“交易商银行”（trader bank）的兴起、所谓影子银行体系的增长以及核心市场中交易和杠杆率的累积。在某种程度上，监管助长了这些趋势，因此是“放任式监管”。监管与市场互动，但并不能从根本上决定银行家的行为方向，特别是在银行家对交易业务和庞大杠杆结构的追逐方面。事实上，在美国和英国，有权势的银行家的影响力之大，足以推动监管向其所要求的方向发展。本书将区分根本性驱动因素（如市场结构）和放任监管方面的因素。本书对此次危机的制度和结构分析主要集中于自由化和“金融化”的影响，尤其是激烈的市场竞争、有吸引力的新交易机会、核心市场中系统性复杂度和系统性风险的累积。在对澳大利亚和加拿大的研究中，我们将阐述这些因素的缺席或式微如何造就了大相径庭的结果。

因此，我们认为，制度性背景和更宏大的结构性背景强烈影响着行为和结果，此次经济和金融危机正是银行家与制度和结构背景互动所致的银行业危机。自20世纪70年代，全球金融核心国英国和美国的银行家和政府领导人主导了金融市场的自由化进程。在当代资本主义和金融界，这是一个重大的制度变革，极大地拓展了市场领地、市场力量和市场竞争。在某种程度上，自由化是对“二战”后金融强监管的反应：“二

战”后国际金融领域布雷顿森林体系下的资本管制和固定汇率制度，以及各国国内的利率和信贷管制等因素都限制了银行业和金融业的发展。这些强化的监管制度的出台，是源于对20世纪30年代金融和银行业大危机的回应，也是战后稳定金融体系的举措之一。20世纪70年代以降的金融自由化打碎了这些桎梏，造就了今天所谓的金融化，即以金融业庞大且不断增长的规模为特征的资本主义结构变革。

银行业市场内含的动机和压力是本书的核心内容。在遭受危机冲击的国家，对于愿意在不断扩张的金融市场中承担风险的市场主体，基于薪酬体系的市场激励机制向他们提供了高额奖赏。市场竞争压力，以及被竞争者抛在身后的担忧与市场惩罚，都驱使许多银行承担了超乎寻常的风险，特别是与21世纪头10年资产证券化盛宴中的新金融工具相关的风险。之前的非流动性资产，如住房抵押贷款或其他形式的债务，都被重新包装为复杂的可交易证券，如抵押债务凭证（CDO）和抵押贷款凭证（CLO）。全行业都在包装和交易此类证券，正如前文所述，正是此类证券价格的暴跌引发了2007年和2008年的危机。同时，银行债务或者说杠杆（银行债务资本比）的大幅累积也推高了此类交易。银行为实现交易和资产组合的迅速扩张，借入了越来越多的资金，这也就意味着银行对短期批发融资市场的敞口大幅上升。相互关联的银行和金融市场中金融交易和杠杆水平的攀升放大了系统性风险，这也是金融市场的一个结构性特征，使整个系统更为脆弱，更易出现连锁反应、恐慌和金融崩溃（Haldane and May，2011）。

尽管银行家们在各自机构内(以及在与政府的关系中)享有权威，但事实上却受到诸多制约，在许多情况下几乎看似成为这些更宏大的制度和结构压力下的“奴役”。在英美两国，自由化帮助银行家和金融家摆脱了早期监管的束缚，却使其身陷高度竞争化的强大市场压力之下，迫使其参与高风险的银行业务，从而导致了系统性风险的累积，并最终造成整个体系的坍塌。然而，并非所有英美银行家都屈服于这些压力。正如后文章节所述，资深银行家的观念对于其如何解读形势并采取行动同样

起到了关键作用。对市场发展持乐观态度且真正信仰金融繁荣的银行家们是受“奴役”最深的群体。他们对自身面对的市场和制度压力鲜有质疑，相反，他们从众加入了羊群，随波逐流。

此外，还有一个事实同样重要，即自由化并未导致政府从金融市场撤离。去监管（deregulation）为银行创造了机会，得以实现资产负债表的再造，但政府仍持续支持金融行业的增长。在美国，对金融业的支持方式为存款保护制度和显性担保，在英国则通过隐性担保的方式实现，即在必要的情况下，“大而不倒”（too big to fail）的银行在危机中将获得政府救助。这一形式的政府支持蕴含道德风险，即鼓励市场参与者承担过多的风险。而且，其他金融监管，特别是资本监管的设计，进一步刺激了影子银行部门（包括非银行金融实体和金融资产的证券化）的增长。因而，本书的核心论点是，在相互关联的华尔街和伦敦两大核心金融市场，银行家（以及提供支持的政府精英）创造了市场制度和金融结构，同时却又被其征服。

我们借助政治科学方法论，研究制度和结构背景下的银行家行为模式。我们援引制度主义理论，特别是历史制度主义，分析银行家如何塑造银行和其所处的更宏大的制度和结构背景，以及银行家又是如何被后者所塑造。行为人和行为人所处的环境是相互塑造的。这一核心洞见将有助于我们解释银行业行为模式和行为结果。长期以来，对此类“能动性—结构”（agency-structure）[注]间互动的研究是政治科学分析的一个重要组成部分。从这个角度出发，对于包括银行在内的制度安排，最佳解读便是制度协调着行为人与更宏大背景之间的关系。行为人的观念也是重要的媒介，影响着行为人如何看待世界并在其中采取何种行动。而且，如施特雷克（Streeck，2009)所述，在进行制度分析，特别是政治经济学领域的制度分析时，我们需要将其置于更宏大的系统或结构变革背景中，尤其是近几十年来资本主义的重大转变，如金融化。本书的研究路径相比于当前主流的比较政治经济学研究路径更具现实性和全面性。当前主流路径为资本主义类型论（Hall and Soskice，2001）的研究

方法，其中企业作为理性行为人追求效率，影响企业行为的是一套相对有限的制度参数。

制度理论的大多数流派均认为，制度对行为人有着强烈的影响和制约。然而，资深银行家在其各自的机构中曾（且将继续）享有权威，这在英美核心市场中尤为明显。在20世纪90年代和21世纪头10年，这些被戏称为“宇宙的主人”的华尔街大佬们重塑了各自所在的金融机构，带来了银行业和金融业的革命。“宇宙的主人”一词因汤姆·沃尔夫（Tom Wolfe）《虚荣的篝火》（*The Bonfire of the Vanities*）一书中对一位华尔街大佬的描述而广为流传。在这20年间，出现了一类新型的“交易商银行”（Erturk and Solari，2007），不以对企业和购房者的传统信贷为特征，相反，其特征为资产证券化和大规模的金融交易，背后的支撑则是高杠杆的批发融资和资产负债表的大幅扩张。正是由于这些金融活动，2004—2007年间，全球十大银行的资产负债表规模翻番，英国银行业的资产负债表达到英国GDP的5倍（Acharya，Cooley，et al，2009，第286页）。本书第三章通过对资产负债表的详细分析，表明英美大型银行在资产负债表再造的方式和程度上存在差异。在英国，苏格兰皇家银行（RBS）和巴克莱银行的投资银行业务大幅扩张。哈里法克斯银行并未大量参与金融交易，却过度开展了住房抵押贷款和商业地产贷款业务。摩根大通进入了资产证券化市场，但很快伤退离场。花旗集团、美林（Merrill Lynch）、贝尔斯登（Bear Stearns）、雷曼兄弟（Lehman Brothers）则更为激进。例如，在2006年1月到2007年8月间，花旗集团发行了180亿美元的抵押债务凭证，而且这些抵押债务凭证并非发售给第三方投资者，而是保留在银行自身的资产负债表上（FCIC，2011，第196页）。到2007年12月，花旗集团的“次级相关直接敞口”（sub-prime related direct exposures）已达370亿美元，“高杠杆贷款和融资承诺”（highly leveraged loans and financing commitments）达430亿美元，次优级（Alt-A）住房抵押贷款证券达220亿美元（Citigroup，2008，第10页），表外担保达到1140亿美元。尽管单个银行的资产负债表细节各有不同，但英美大型银行似乎都集体选择了同样的策略，即创新性地推

出各种高营利性的金融产品，新的风险控制方法，并开启了全球经济的“铂金时代”（platinum age）。

银行家以及与其合作的政府精英建立了崭新的自由化金融体系，这一情况在英美尤为显著。大多数银行家和金融家乐观地相信其所创造的新市场和新产品的安全性，这种乐观的信仰以及市场所给予的丰厚现实回报都成为其行为的动因。自由化和金融化还产生了重要的政治溢出效应。它们推动形成了新的权力结构，蛊惑了大多数政客和监管者，使其相信金融业增长是创新、税收、就业和国威的宝贵源泉。政府因而提供补贴，降低大型银行的信贷成本，降低官方利率，采取放任的金融监管方式。

然而，危机不期而至。本书对危机过程的描述仅限于第一章和第二章，其中重点分析的是行为人如何身陷自己所创造的金融结构中。危机始于2007年美国房地产泡沫破裂，以及与此相关的次级住房抵押贷款证券化市场的损失。崩塌的市场导致有相关敞口的银行的资产负债表上的损失。值得关注的是，虽然确认的损失金额有限，却足以引发危机。原因在于，金融繁荣中发展起来的银行体系非常脆弱，难以应对连锁反应和市场恐慌助推的系统性风险。事实证明了抵押贷款支持证券交易的高风险性，其所交易证券的复杂性和不透明性是风险背后的部分原因。由于高额的不透明债务，以及全球银行间的交易关联性，导致度量对手风险非常困难。面对资产价格下滑，究竟哪些机构持有哪些资产，谁又将承受多大损失，这些都无法确定。在此情境下的市场情绪非常重要。随着危机升级，恐惧以及随之而来的恐慌吞噬了整个体系。银行和其他金融机构停止相互间借贷，同业信贷市场不复存在。这一窘境很快发展成为普遍意义上的流动性危机，摧毁银行并冲击整体经济。高杠杆、不透明性、金融机构间复杂的相互依赖性，以及对短期批发融资市场的依赖，都导致了系统性风险，而正是系统性风险的累积直接导致了北岩银行（Northern Rock）、贝尔斯登、雷曼兄弟、哈里法克斯以及苏格兰皇家银行的崩溃。

在此次危机前的几十年间，银行家和金融家创造了银行业脆弱的资产负债结构。在经典的“能动性—结构”双向互动中，正是系统性风险的结构将最终成为毁灭的缘由。“宇宙的主人”无意间早已定下了自己的命运。危机前，银行家们似乎可以掌控一切。然而事实上，他们却身处自己创造的高度脆弱的结构之中。自由化赋予“宇宙的主人”无穷的力量，但也将其置于未能完全理解也无法掌控的制度和结构中无法自拔。银行家已被征服，他们看上去几乎成为其参与创造的市场的奴隶。这一故事类似于科学家弗兰肯斯坦（Frankenstein）[注]创造了科学怪兽，但最终被怪兽杀死。

我们知道，银行业市场的本质以及大型银行间的激烈竞争是此次危机的重要原因，因为不同类型的市场环境塑造了不同国家间银行业的不同行为模式。2007—2008年的崩盘经常被描述为“全球”金融危机。然而，不同国家的结果差异很大，这一点在之前关于此次危机的描述中经常被忽略（尽管J.Friedman，2009，第152—155页也提及这一点）。例如，澳大利亚和加拿大的各银行大都未参与基于美国次级住房抵押贷款的证券交易，而正是后者引发了此次危机。同样，这一点也适用于日本、以色列、法国和西班牙的银行（Howarth，2012；Royo，2012）。这些国家如此多的银行家之所以表现出不同的行为模式，主要原因在于这些银行在不同类型的市场中运营，特别是在竞争压力的水平和获利机会的本质等方面存在巨大差异。第四章和第八章将重点关注加拿大和澳大利亚，加澳两国银行能够通过传统信贷获取高额利润，不像英美银行必须面对转型为交易商银行的压力。因而，它们避免了核心英美市场中大多数银行家的命运。

尽管本书强调制度和结构对行为人的影响，但我们的陈述并非绝对。如前文所述，尽管制度和结构施加了强大的压力，但在英美两国国内仍然存在银行业差异，尽管差异水平不大但仍很显著。行为人的观念以及企业文化，都是重要的决定因素。不同的行为人和银行文化会导致对相同语境的不同解读，从而可能导致至少某种程度上的行为差异。本

书第一章将介绍行为金融学理论已取得的一些发现，尽管如此，但并非核心市场中所有银行家都呈现非理性的激进，也并非所有人都盲目从众。因此，即使在类似的制度环境下，不同行为人持续表现出独特且差异化的行为和思维方式，这也是本书的重要内容，它反映了行为人的观念差异，以及微观制度能力的差异。如第七章所示，核心市场中的不少银行也基本上避过了此次危机。英国汇丰银行（HSBC）、劳埃德银行（在其接管哈里法克斯银行之前），美国摩根大通银行、富国银行（Wells Fargo）以及高盛（Goldman Sachs）在此次危机中都未受到重大冲击。这些银行并未因其对手的狂欢而动摇，对于直接竞争对手突出的成功战略，它们或抵挡住了追随对手战略的巨大市场压力，或如高盛虽累积了巨额风险敞口，却成功实施了对冲。本书将讨论这些银行是如何做到这一点的，以及背后的原因，我们将强调一个事实，即有时部分行为人能够抵抗或回避更大范围的压力。

本书还有两大特征。第一，在前两章列出在更大范围内影响银行家的制度和结构压力之后，本书对美国和英国的银行家进行了更为详细的分析。第三章详细分析了英美大型银行的资产负债表，特别关注其交易和杠杆敞口。在这方面，本书大量援引金融机构的年报、财务报表，以及关于公司经营表现的标准化数据。在关于美国的第五章和关于英国的第六章，我们通过访谈以及关于银行家所想所为的其他微观层面描述，深入到这些银行中。尽管本书强调制度和结构对银行家的压力与制约，但同样有必要探究银行家自身是如何解读、塑造以及应对这些压力的。只有通过重构关于能动性和银行家所处环境的描述，我们才能真正解释银行家的行为模式。通过上述研究方法，我们得以理解为什么贝尔斯登、花旗集团或苏格兰皇家银行的银行家们对形势有如此严重的误读，最终未能抵挡住系统性压力和系统崩塌。同样，我们得以理解为什么摩根大通、富国银行的银行家们对形势有着不同解读，避免了最差的过量交易，避过了危机；为什么加拿大和澳大利亚的银行家并未再造资产负债表，也没有将他们的银行转变为交易商银行，尽管有许多压力诉求使他们有可能做出那样的选择。为了重构银行家的思维方式和战略，揭示

其如何塑造银行家所处的环境又如何被环境所影响，本书援引了关于银行家所思所为的内部人陈述。其中包括英美两国关于危机质询的证词，以及笔者在2012年和2013年与银行家、监管者和其他知情观察家的访谈实录。

特征之二，本书将对危机的成因分析与对当前改革措施的评估直接联系起来。此次危机的两大核心驱动因素为高杠杆背景下的高风险证券交易，以及累积的系统性风险。因此，需要通过重大改革来应对交易和系统性风险两大问题。然而，本书认为这两大领域的改革尚无成效。相反，银行游说以及缄默的政府仅仅小幅提升了银行资本要求，试图让商业银行不得从事过量的交易银行业务。改革或不够深入，或不足以解决造成危机的深层次原因。而且，美国和英国政府似乎仍钟情于大型的、复杂的金融部门。两国政府仍坚信高度竞争化的银行业市场在本质上是难能可贵的，而没有意识到竞争性的市场压力是此次危机的结构性根源之一。阻碍改革的深层次问题在于，在英美两国以及更大范围内，银行家和金融利益仍具有很大权势。这不仅源于其著名的游说能力，还源于自由化和金融化所创造的基本结构。金融在核心经济体中的核心地位导致了政府对金融的高度依赖，特别是已将其作为就业、税收、信贷以及竞选捐款的来源。英国财政大臣乔治·奥斯本（George Osborne，2010）将英国的这一现象精炼为“英国困局”（British Dilemma）：需要“保持国家整体经济的稳定与繁荣”，同时还需要保护伦敦作为“提供百万计就业岗位的全球金融中心”的地位。大西洋两岸的英美政府精英仍然信仰“大金融”（big finance）。本书认为，尽管发生了此次危机，危机后也推出了诸多改革措施，但金融和政府间潜在的错综复杂的关联关系仍将继续，从而阻碍更根本的改革措施的出台。

章节梗概

第一章为理论工具箱的解压包，重点介绍本书将用来解释美英加澳

四国银行家行为的理论工具。在能动性层面，我们将阐述行为金融学的研究发现如何帮助我们理解行为病理，如市场过激行为、银行家的从众行为。然而，我们需将行为人置于更宏大的背景之下。本书将沿用历史制度主义的研究路径，因为我们相信，要理解核心行为人（银行家）与其所处的制度和更宏大的结构背景间相互塑造的互动关系，这会是最佳的研究方式。我们重点关注银行家群体，强调其经营所处的环境如何在一定程度上塑造了他们的信仰、偏好和行为、制度自主性，及其可获得的资源和机会。

第二章将更详细地阐述在20世纪90年代和21世纪头10年的金融核心地带，即美国和英国，银行家如何实施了银行业革命，这一革命又如何导致银行资产负债表、证券化、金融交易、杠杆率以及批发融资的大幅扩张。本章将解释新金融工程和金融创新的复杂性，正是新金融工程和创新导致了金融交易的爆炸式增长，方式则是通过证券化或推出金融工具和衍生品，如抵押贷款凭证。其中，我们也追踪了这一流程如何获得融资支持，以及银行如何通过大幅加杠杆实现资产负债表规模的激增。在第二章的后半部分，我们对2007—2008年金融危机的形成与演化进行了描述——美国次级市场的走低如何引发了银行体系更大规模的危机：首先是由于抵押贷款支持证券和其他交易类资产价格崩盘导致资产负债表内的损失；其次是由于在日益不透明、复杂和脆弱的市场中，杠杆和批发融资的增加所引发的系统性风险。

第三章和第四章是对本书所研究的四个国家各银行的分析。通过对银行资产负债表的详细分析，阐述了英国和美国（第三章）、澳大利亚和加拿大（第四章）的大型银行在危机前若干年的行为表现。这两章不仅描述了上述国家大型银行在危机前的真实行为，还揭示了银行行为在国与国之间以及一国内部的差异性。

第五章和第六章分别审视了英美两国银行家和监管者在此次危机前的思维方式和行为模式。制度激励和激烈竞争鼓励许多银行增加杠杆，

扩大交易，增加了对批发融资的依赖，从而导致了极端脆弱的银行体系的增长，其特征为系统性风险的高度存在。银行家和监管者是否意识到这些风险？本书认为，在多数情况下，答案是否定的。根据大多数银行家的普遍观念，他们不会去质疑实为其行为驱动力的制度性压力和激励。银行高管们坚信，银行内部风险管理技术能精确计算风险；证券化已实现风险分散；信贷违约掉期等衍生品的运用能有效为风险加上保险；经济持续增长将创造更多的获利机会。信用评级机构、董事会、监管者和政客们对风险的乐观评判也进一步打消了银行高管的疑虑，因为前者很少表达对金融繁荣可持续性的担忧，他们甚至在很多场合积极鼓励承担更多风险。通过援引访谈材料和文件证据，这两章阐述了大多数银行家在此次危机前如何解读金融世界，说明了他们如何重构银行，如何在追逐自身战略中影响更宏大的制度安排，如金融监管和风险管理。通过这种方式，第五章和第六章构成了对前四章的补充和扩展，本书第三章和第四章是对体现单个银行经营表现的资产负债表的细节化分析，第一章和第二章提出了关于制度变化和系统性风险累积的更宏观和普遍的观点。

第七章主要解释前文提及的英美更为审慎的部分银行家如何能安然度过此次危机。本章回答的问题包括：为什么一些银行可以抵御转型为交易商银行的压力，为什么一些银行如高盛能够智取市场，在危机前即对其敞口进行了反向或对冲操作？鉴于银行在市场中承受的压力，这是一个关于能动性的故事，也是一个关于逆势而为的故事。它关乎银行高管们在危机前看待和理解世界的不同方式，也反映了各银行不同的经营战略，发掘独特市场的机会和能力。尽管存在制度和结构性压力，但更审慎银行的存在表明，有时行为人能够抵御更宏大的外力，开辟出独特的战略。然而，仍存在一系列尚未被解答的问题，其中之一便是如果繁荣持续更长时间，这些审慎银行还能坚持多久。

第八章重点阐述加拿大和澳大利亚的主要银行如何同样避免了从众行为，背后的原因何在。本章认为，澳加两国政府对市场的监管，特别

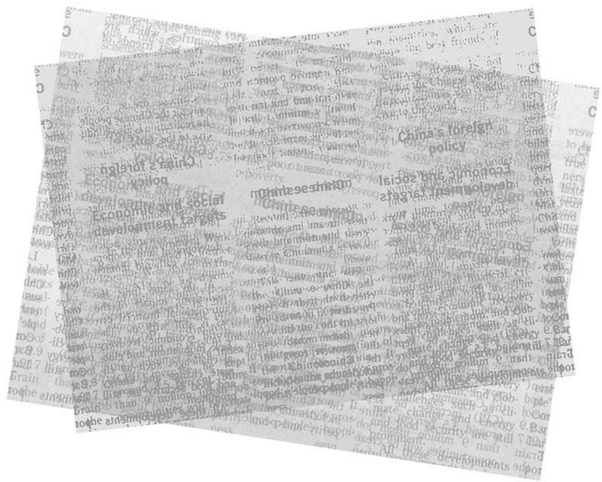
是在资本和杠杆率方面的监管更为严格，这也是两国银行相对保守的部分原因。此外，两国之前的银行危机也对银行业行为起到了惩戒效应。然而，市场力量强烈影响着银行行为。在澳加两国，市场竞争强度相对较弱，而且在充满活力的经济体中，通过传统银行业务和住房抵押贷款也能获得丰厚利润。这一方面减少了银行必须再造资产负债表的激励与压力，另一方面也为银行内部正视新交易战略内在风险的行为人增加了自主权。

最后一章即第九章主要讨论银行改革的问题。本章认为，银行改革需要关注驱动高风险交易的市场压力，以及银行体系内的杠杆率过高等问题。当前改革致力于提升银行资本基础，禁止商业银行参与高风险交易，但这只是一个开始，远未到位。需要采取更有效的行动来减少推动高风险交易和高杠杆的市场压力。加拿大和澳大利亚两国的案例展示了稳健的银行和金融模式，提供了如何建立更富韧性的银行体系的经验教训，特别是在市场结构如何激励银行业采取更为保守和稳健的战略方面。结论部分是对本书主要论点的总结。

---

1. 本书关于银行资产负债表的相关数据均源自OSIRIS数据库，另有说明的除外。
2. 能动性（agency）和结构（structure）是一对描述人类行为的概念和理论范畴，“能动性—结构”的关系问题是西方政治分析的核心之一。结构一般指独立于行为人并能影响或制约行为人的各种外部环境因素，能动性一般指个体所拥有的独立自主选择和展开行动的能力。——译者注
3. 弗兰肯斯坦出自玛丽·雪莱的科幻小说，科学家弗兰肯斯坦创造了科学怪兽，但最终怪兽却杀死了科学家本人。——译者注

第一章
宇宙的主人



为什么英美核心市场上有如此多的银行家重塑银行战略，利用高杠杆开展那些事后被证明为高风险的证券交易业务？为什么在高风险证券市场发生的损失引发了如此严重的金融危机？与此形成对比的是，为什么澳大利亚和加拿大银行家并未开展此类业务，而是普遍遵循传统的银行业务模式？此外，为什么即使在英美两国也有部分银行家拒绝了羊群效应的诱惑，转而追求更稳健的发展战略？本章和第二章将对这些银行行为和银行业结果进行概括性的解释。

要解释银行家行为，我们需要理解银行家的思维和行为方式，首先关注其观念与基本认知过程。为此，我们将使用多种分析方法，包括行为金融学理论以及拓展版的历史制度主义（historical institutionalism），后者是源于政治科学的一种理论（Steinmo and Thelen，1992；Hall and Taylor，1996；Lowndes，2010；Bell，2011）。根据政治科学以及其他学科如社会学和经济学中的各类制度主义理论，人创造制度，但随后也

被制度所塑造。制度是规则、准则与角色期望，制度塑造行为人的行为和偏好，制约或助推与制度相关的行为。这一方法将有助于我们解释银行内的银行家行为。

然而，这一方法有其局限性。局限性之一在于这一方法往往会夸大制度约束，忽视银行首席执行官（CEO）等制度行为人在塑造制度过程中的权威性与独断性。另一局限性在于制度主义研究路径对行为人、制度和更宏大的结构之间的互动未给予足够重视（Bell and Feng，2013）。诚然，制度在本质上关乎规则和规范，但结构性因素则更为宏大，如人口增长、市场或经济结构。在本书的论述中，结构性因素发挥着重要作用，特别是在美国房地产市场的崩塌、金融市场获利机会的特征、金融市场内嵌的系统性风险等方面。正是系统性风险将杠杆化证券市场中的特定损失放大为全面的金融危机。因此，有必要分析制度如何塑造更宏大的资本主义结构转型（如金融化进程），又是如何被后者所塑造的（Streeck，2009）。

本章将首先关注银行家的能动性，关注其思维和行为模式，这一部分将援引行为金融学的理论。然而，要真正解释行为和结果，需将行为人置于更为广阔的背景下。通过对历史制度主义理论的重新审视，我们认为，需要将其对制度的关注扩展到更宏大的结构以及政治权力问题上。本章后半部分重点关注银行家和金融家在与政府关系中所拥有的权力，同时，这一部分将阐述在英美两国，金融和政府领袖间的联盟如何导致了金融业自20世纪70年代以来的自由化进程。这一制度变革的进程解放了银行家和金融家，推动了以金融化形式发生的结构变革。在第二章，我们发现银行家和金融家受到了市场制度和结构动态化（structural dynamics）的重大影响，几乎受其“奴役”，而正是市场的制度和结构动态化促成了银行业的革命，并最终导致了银行家和金融家的败局。

银行家的思维方式

以后见之明回望过去，很显然却也很痛苦的一点是，危机前纽约和伦敦金融中心如此多银行所使用的交易和杠杆模式都是不可持续的。在2005—2006年间，发行了约64000只评级为AAA的证券，而当时美国只有十多家上市公司具有相同的信用度，这合理吗（Dash，2011）？怎么会允许英国各银行的现金储备降至负债的1%以下（King，2009a）？又怎么会允许信用评级公司相互竞争，为其所评级证券的打包提供咨询服务？加利福尼亚州年收入14000美元的草莓采摘工人如何能获得72万美元的购房贷款，甚至无须存入按揭存款[注]（M.Lewis，2010，第97页）？为回答上述问题，我们需要理解核心行为人以及当局相关人士是如何考虑、如何理解这个世界的。

制度和结构要发挥作用，必须以人们的活动为中介（Archer，2000）。这意味着，人们的观念和基本行为倾向影响着自身与制度以及更宏大的结构力量互动的方式。沿袭基于能动性的历史制度主义研究路径，便于将关于具有解释力的能动性建构主义（constructivist notions）概念纳入其中，并对以下事实给予充分的认可，即观念、语言以及互为主体的话语过程为意义和理解的建立奠定了重要基础，因此也成了政治和制度生活中有目的的行为的基础（Bell，2011）。后续各章表明，银行家对住房市场以及抵押贷款支持证券安全性的不同观点，有助于解释我们所观察到的不同国家以及英美国内不同银行在战略上的显著差异。因此，为理解银行家在危机前的行为，我们需要理解他们如何理解金融世界，如何理解自身所承担的风险。

在金融体系中，大多数市场参与者的行为动机并非是简单因为扭曲的激励结构，如鼓励承担风险的薪酬计划，另一重要动机在于他们基本上是“真正的信徒”。许多银行内部的假设是交易活动和杠杆基本是无风险的。今天看来谬之千里的观点之所以能盛行于当时，原因在于交易员、首席执行官、监管者、投资者以及政客们都不是“理性的”，而是“有限理性的”（bounded rationality）（H.Simon，1957）。银行家和金融家行事的基础是不完备的信息，他们变得缺乏远见、过度乐观，或

是随波逐流。市场中一种病毒式的极度亢奋开始控制许多银行家的思维，这导致他们轻视或忽视各种预警信号以及复杂或令人不快的信息（Hindmoor and McConnell，2013）。在市场最为繁荣时期，许多银行家愿意依据预感，或是模仿他行战略而疯狂下注。此类观念和动机非常重要，因为在不确定的环境中，关键行为人对于市场如何运行、其他主体如何行动、政府如何应对等方面的假设都将深刻影响其认知和行为。危机后，美联储前主席格林斯潘（Alan Greenspan，2009）曾指出，“在特别利好的经济环境中一旦生成泡沫，人性中与生俱来的倾向将形成一股自我强化的投机热潮，追寻能获得杠杆盈利的尚未开拓的新领域……投机热潮创造新的超额收益，直至纸牌屋坍塌”。

所有这一切都可以追溯到更为基本的认知和行为等方面的驱动因素上，行为经济学和行为金融学领域对这些因素已经进行了广泛研究，上述两个学科的研究已有几十年的历史，弥补了经济学许多标准模型中对人的行为缺乏现实主义认知这一缺陷（R.McMahon，2005，第4页）。最基本的一点是，这些研究路径在对能动性的论述中摒弃了“理性”行为人，而是关注“有限理性”、对解读和决策过程的简化如启发法（heuristics）的使用，以及重要的认知和行为偏见，其中包括“非理性繁荣”（irrational exuberance）（Shiller，2000）。有限理性研究表明，行为人在做决策时，并非基于完备的信息对所有选项进行评估，相反，行为人会选取捷径从而节约搜索信息和思考的成本，仅仅以有限信息对部分选项进行评估。西蒙（Simon，1957）认为，行为人在不确定和“约束优化”（constrained optimization）环境下，会“满足于”选择“可接受”的方案。行为人在不确定状况下使用启发法、简化假设或经验法则来进行决策（Tversky and Kahneman，1974；Kahneman and Tversky，1984）。行为人还表现出一系列认知偏见（Conlisk，1996）。例如，多数银行家在危机前之所以对预警信号无动于衷，原因在于他们像其他大多数行为人一样，并不会定期根据新的证据更新其观念和假设。相反，他们表现出一种“证实性偏见”（confirmation bias），即特别看重能佐证其既有偏见的证据，过滤或不采信那些对立的证据（Jervis，1976；Hermann and

Preston，2004）。在《思考，快与慢》（Thinking，Fast and Slow）一书中，卡尼曼（Kahneman，2011，第28页）指出了一种更具普遍性的倾向，即人们愿意基于有限的证据迅速得出结论，在此过程中经常忽略了存在“未知的未知事物”的可能性。

行为学研究的另一个重要发现是所谓的“前景理论”（prospect theory），该理论认为，行为人通常以某一既定敞口（通常为当前敞口）的收益或损失来主观定义价值，而不是以最终收益或整体财富水平来衡量。还有一个相关的研究发现表明，个人往往更加担忧损失，因而会承担更大的风险以避免损失而非锁定收益。换言之，人们往往属于损失厌恶型，对下行风险的担忧通常是对收益的珍视的两倍（Kahneman and Tversky，1979；Tversky and Kahneman，1992）。这一结论乍看上去并不适用于此次危机前的银行业行为，当时业界普遍承担了过度的风险用于锁定收益而非避免损失。这一明显的悖论不难解释，本书涉及的大多数行为人并不认为其行为具有特别的风险，他们并未将自身行为与潜在巨额损失联系起来。相反，他们对自身行为充满信心，也绝不愿意将利润拱手让给他人。

行为学研究还指出了“问题特定化”效应或“框架”（framing）效应。行为人往往将做出的决策限制在狭窄的框架内，以碎片化的方式处理每一个决策，而并不一定去寻找其他可选视角或更宽广的视角。人们往往对自身决策的后果持乐观态度，对其风险以及可能的不利后果则系统性地予以低估。此外，人们还经常将小概率事件的可能性视为零（Kahneman and Tversky，1979）。因此，人们容易患上“灾难短视症”（disaster myopia）。人们经常忽略自身知识的局限，往往将设想视为事实，并在决策时更多地依赖近期的信息或经验。人们经常过分强调自身理解和控制事件的能力，将成功归因于自身的能力和努力而非运气。人们往往过于遵循以往的行动路径，而不喜欢背离既有的行动或计划路径。而且，他们还接受并强调那些支持当前行动路径的信息。人们还倾向于跟随趋势和潮流；欣慰于他人的相似决策，因此也就容易采取

从众行为（Thaler，1993，2000；Schleifer，1999）。行为学研究的上述视角就能动性进行了更为全面的阐述，为以行为人为核心的历史制度主义对制度的阐述提供了补充。

将以上研究运用于金融市场，也就意味着“不仅投资者的确会犯错，而且还是以一种可以事先预计的方式犯错”（Montier，2002，第1页）。在本书之后的章节可以看到，对于此次危机前金融繁荣时期主导华尔街和伦敦金融城的许多首席执行官和其他高管，他们的行为都可以通过前文所述的所有倾向和特性得到很好的解释。金融市场中的有限理性也意味着在应对不确定性以及塑造行为和结果方面，包括乐观和恐惧在内的情感因素扮演了重要角色（Pixley，2004）。行为学研究有助于我们理解市场中一些普遍现象的认知和情感根源，如市场上对风险的错误定价、羊群行为，以及从非理性繁荣到亢奋后的恐惧和恐慌进而导致市场崩溃的整个周期。这些类型的市场动能成为系统性风险和市场崩溃的行为基础，也是金融市场波动性这一课题的长期研究对象（Kindleberger，1978；Minsky，1982）。正如格林斯潘（2013）所述，“我们与恐惧、亢奋和文化相关的种种倾向……事实上定义了金融”。而且，如后文所述，鼓励风险承担的奖金支付计划进一步强化了这些倾向和特性的存在。

然而，一个重要的提醒是，在危机前并非所有银行家都如此行事。如第七章所示，即使在全球金融腹地的美国和英国，仍有一小部分知名银行家关注预警信号，厌恶风险，不屈服于非理性繁荣，不盲目从众。以高盛为例，该行投入巨大精力搜集关于市场趋势的详细信息，监测每日市场头寸以避免潜在损失，尤其是在危机爆发前夕。因此，一小部分银行家的确有意愿避开最坏的过度繁荣，质疑被广为接受的观点，质疑并挑战数据和论点，而不是盲目从众。同样，在不同的市场体系，例如在澳大利亚和加拿大，银行家们并没有表现出非理性繁荣，而是保持了相对保守的资产负债表结构。

因此，行为金融学理论可以解释许多但不是所有的行为，第七章和第八章的详细描述也将说明这一点。行为金融学理论往往重点关注行为人，而对行为人所处的更宏大的制度或结构背景并未给予足够关注。本书所采用的历史制度主义方法的优势在于，它反映了在不同的市场类型以及不同的更宏大的背景下，行为人往往会有不同的行为模式。行为金融学理论的基本原则并不具有普适性，而是需要具备更大范围的条件才能适用。个人能动性的差异，不同的制度和结构压力显然都是银行业行为重要的解释因素。

扩展历史制度主义的边界

行为人并非在真空中行动，而是与其所处的制度和更宏大的结构背景相互影响。根据卡尔·马克思的著名论断，“人民自己创造自己的反映，但他们并不是随心所欲地创造，并不是在他们自己所选定的条件下创造，而是在直接碰到的、既定的、从过去继承下来的条件下创造”（转引自Tucker，1978，第575页）。制度主要关乎塑造行为人行动的规则和准则（正式或非正式）。制度之所以重要，是因为其塑造了行为人的身份、认知和偏好，行为人在规则和准则基础上自行裁量的范围，以及特定制度内行为人可以获得的资源和机会。正如沙夫（Scharpf，1997，第41—42页）所述，“一旦获悉互动的制度背景，我们就会对所涉及的行为人、其行为选择、观点和偏好有很大程度的了解”。然而，制度主义的许多流派，甚至包括早期的历史制度主义，都倾向于高度强调制度的约束作用。许多著名理论家如诺思（North，1990，第3页）甚至将制度定义为“人类设计出来的用以形塑人类交往的所有约束”。这是制度主义理论的一种“黏性”（sticky）形式，对能动性的关注有限，相比于制度变化而言，更适于解释静态的制度或制度惯性。布莱思（Blyth，1997，第230页）和其他许多批评家一样，认为制度主义理论，包括早期历史制度主义理论都将制度视为“约束因素，而

非政治行动的助推因素”。韦兰（Weyland，2008，第281页）同样认为“制度主义强调惯性和持久性”，其关于制度生活的观点是“静止”的。施密特（Schmidt，2008a，第314页）也认为主流制度主义理论“看重结构而忽视能动性”，克劳奇和柯伊内（Crouch and Keune，2005，第83页）则认为“制度安排经常被视作紧身衣，制度中的行为人无法逃脱其束缚”。我们赞同这些观点，并谨慎对待历史制度主义理论中过于“黏性”的流派（Bell，2011）。在20世纪90年代和21世纪头10年，美国和英国大范围的制度变化构成了银行业革命，这也说明了这一理论存在一定问题。

近年来，历史制度主义理论历经多次修正和改进，逐渐成为一种更加以能动性为核心的“后决定论”（post-determinist）（Crouch，2007）形式的分析，将制度视为可变化的制度，重视行为人和制度间的互动关系在推动变化中的重要性（见Steinmo and Thelen，1992；Campbell，2004，2011；Crouch，2005；Bell，2011；Bell and Feng，2013）。西伦（Thelen）与多名同事的合著将历史制度主义又向前推进了一大步，他们认为基于能动性的自行裁量背后的各种因素是制度创新和变革逐步发生的基础（Streeck and Thelen，2005；Mahoney and Thelen，2010）。而近期的建构制度主义者也认为，行为人能对制度性规则和规范进行重新解读，并再次为能动性创造空间（Blyth，2007；Hay，2007；Schmidt，2010）。然而，贝尔（Bell，2011）则提示，概念性的描述需要将行为人明确置于制度和更大的背景之中。

现有的制度分析还存在一个不足。主流的制度研究方法经常忽略制度与更宏大的结构之间如何互动，这也就意味着制度理论对于塑造行为人和制度变化的各类因素的描述范围也许过窄。理论家们往往将制度和结构合二为一，或是将两个概念随意混用（如Cortell and Peterson，1999）。这种概念混淆并无益处，因为这使我们无法辨别制度和结构的差异，无法观察制度内的行为人如何与更宏大的结构之间辩证互动。因此，贝尔和冯辉（Bell and Feng，2013）提出了一种“情境中的行为

人”（agents in context）路径，即行为人在情境中辩证地互动，这一路径扩展了情境的范围。贝尔和冯辉运用这一研究路径，分析了中国的经济转型和权力结构变化如何塑造了制度变革，支持中国在过去几十年间国力的逐步增强。

如果说制度是关于规则和规范如何塑造行为，那么结构的影响则是范围更广的现象。例如，本地某十字路口的交通灯（一项制度），可能主要就是由于更大的结构变化而设立的，特别是人口增长或道路体系变化等方面的原因。结构经常被赋予具体定义，如人口结构、经济结构等。更宏观的政治现象有时也用结构来描述，如工商业的结构性权力、政府的结构性权力等。在更抽象的层面，结构会被定义为“战略选择性”（strategically selective）地带，包括权力设置、物质鼓励或激励因素，以及其他可能导致行为人倾向于特定发展或选项（而非其他）的理念或压力（Hay，2002；Jessop，2007）。由于结构性因素通常都是既定历史进程的产物，这些因素可以说构成了更广阔的背景，各种制度在其中运行并发生变化。尽管政治分析中的“结构主义”描述通常包含着结构的约束作用这一决定论式的解读，但事实上结构既能共同限制行为人，也能赋予行为人行动的能力。对制度最好的解读是其能成为行为人和更宏大的结构之间的中介（Bell，2011）。从既定行为人的角度，结构性力量的影响及其真正含义将取决于他们所处的制度。

现有的制度主义文献并未完全忽视结构。一流学者如斯泰因莫和西伦（Steinmo and Thelen，1992）首先区分了制度和结构两个概念，但其主要关注制度，尚未考虑结构的影响。其后西伦(1993，第383页)的观点认为，“要理解制度安排，不能脱离其所植根的政治和社会背景”，蓬图森（Pontussen，1998）则批评历史制度主义过于狭隘地关注“直接层面的制度”，而忽视了更宏大的“结构性”背景。西伦（2011，第55页）最近又提出，“主流结构影响着变革推动者和变革战略的种类，即那些在特定制度背景下可能出现并成功的变革战略”。尽管上述观察并未被广泛地理论化，但这些学者指向了一种更为全面的分析方式。

我们需要梳理行为人、制度以及变化中的结构性背景之间的区别，研究其持续的相互塑造的互动关系，从而更好地解释银行业的行为和结果。此次银行业危机充分说明无论是在过去还是现在，制度和结构在塑造行为和结果中的重要作用。和制度一样，行为人与更宏大的结构之间存在相互塑造的互动关系，结构也和制度一样既能限制行为人，也能赋予行为人行动的能力。因此，制度理论的核心洞见在得到证实的同时，也扩展到制度领域以外。本书的辩证方法基于玛格丽特·阿彻（Margaret Archer，1995，2000，2003）的研究，本书的研究模型中：（1）将行为人、制度和结构视为在任何时点都具有各自不可简化的特征的独立分析单位；（2）视行为人在制度和结构性背景中行事，而任何时点这一制度和结构性背景都是给定的；（3）将行为人、制度和结构视为时时都处于一种辩证的、相互构成的关系中；（4）认为制度和结构的影响需要通过能动性作为媒介得以最终实现。正如阿彻（2000，第465页）所述，“结构只能通过人类活动作为媒介才能发挥作用”。这也就意味着所涉其中的行为人的观念和认知同样重要。

我们认为，在某种程度上，直接的制度以及演变中的金融结构赋予银行家行为的能力：银行家具有权威，重塑了其所在的机构，带来了银行业的革命。然而，一旦制度得以创立，银行家却几乎成为制度激励和竞争压力的奴隶，第二章将详细分析这一点。为应对压力，银行家推出了金融创新，追求新的市场机会。本书所观察到的各国银行业不同的模式，可以从市场压力和市场动能角度基本得到解释。英美两国银行家们再造了银行资产负债表，其后出现了以美国房地产市场崩塌为表现形式的结构变化以及住房抵押贷款支持资产的价格下跌，这些负面因素又给银行家们带来了意料之外的打击。进一步的结构性影响体现于系统性风险，即在市场传染以及更广泛的金融市场上连锁式破产中的系统性风险。

我们的研究还融入了施特雷克（2009）的观点，即提倡一种在当代资本主义重大结构转型这一更宏大的背景进行分析的研究路径。施特雷

克指出，“资本主义政治经济所发生的制度变迁之所以按现在的轨迹发展，并不能通过制度主义理论得到解释，而只能将资本主义视为独立存在的实体，即历史社会秩序来予以解释”（Streeck，2009，第3页）。从这一角度出发，施特雷克曾抱怨“历史制度主义在面对重大问题时自我强加的不可知论”。斯特里克认为，19世纪和20世纪初期的社会学理论家关于历史长河的理论范围，及其在研究资本主义转型中的制度主义方面的理论范围，都已经让位于今天许多制度主义研究路径的狭隘关注点。在本书的分析中，我们认为，英美两国以金融市场自由化形式出现的制度变化推动了金融化，这是资本主义的一个重大结构变化，在金融化进程中，金融活动和金融市场的规模和复杂程度日益强化。

拓展历史制度主义的边界有助于解决利伯曼（Lieberman，2002，第698页）指出的制度主义理论的两个进一步的问题：一是制度主义“简约论”（reductionism），二是“政治生活中的部分基本元素的外生性”。为分别应对这两个问题，本书将制度置于更广阔的背景中，并强调结构和政治权力的影响。最后，尽管我们的分析强调市场约束力和结构性影响，但我们也绝不能忽视能动性。事实上，在后文章节中，我们考察了英美两国部分银行抵御结构性压力的案例，指出在上述情形以及在更普遍的理论化过程中不能忽视能动性的重要性，并以此来测试本文看似为“结构主义”论点的极限。

解放“宇宙的主人”

在繁荣之巅，伴随着高涨的利润、庞大的薪酬计划，以及炫目的新型金融创新，英美两国的银行家和金融家似乎成为“宇宙的主人”。在此次危机前的几十年间，英美两国的银行家和政府领袖手握大权，改变了金融资本主义的形式，带来了一系列相互关联的制度和结构变化，正是这些变化将重塑银行业和金融业。

解放“宇宙的主人”，包括英美两国自20世纪70年代开始的金融去监管化和自由化进程。其后出现的金融市场规模和范围的增长反映了金融化进程（Epstein，2005；Dore，2008；Krippner，2011）。这是自由化的自然产物，反映了当代资本主义重心的结构化转移，以及经济向金融轨道的结构化转移。金融化的特征表现为金融业相对实体经济的快速增长，金融创新的增长，尤其是21世纪头10年资产证券化以及其他形式的衍生品交易所引领的金融创新（Crotty，2009；Gowan，2009），之后的章节将对此进行解释和讨论。金融化的特征还表现为企业和家庭负债的增长。1997年，美国家庭负债与GDP的比例为70%，英国为75%，欧盟为42%。到2007年，美国、英国和欧盟的这一比例分别上升到100%、110%和60%（Turner，2009b，第13页）。克劳奇（Crouch，2009）认为，家庭负债提升了原本不景气的经济（包括美国停滞的工资中值），成为一种“私人化的凯恩斯主义”。金融化还见证了金融市场全球化和相互关联性的日益增加。金融化是推动系统性风险的结构性变化因素：市场连锁反应效应将迅速升级为危机的可能性的增加。因此，金融化使金融体系的脆弱性大幅增加。克里普纳（Krippner，2011）通过对美国的研究，认为金融化的起源可追溯到信贷市场的去监管化，以及从20世纪80年代开始的国际资本流入增加导致的家庭、企业和公共部门债务的爆炸式增长。低成本信贷（尤其是在21世纪头10年）、迅速攀升的债务水平，以及宽松的监管将伴随着其后出现的股权、房地产和金融资产泡沫的放大。

自由化和金融化并非完全是与政府无关的自行演化的进程，也并不意味着政府的简单撤离。随着银行业和金融业的发展，银行家和金融家获得了更大的权力，从而进一步强化了自由化和金融化的推动力。因此，金融化并不仅仅是经济的变化，也反映了政治权力结构的变化。

银行家在经济中的结构性地位的变化，以及银行家在英美两国控制了日益增加的经济资源和信贷，这都赋予了（将继续赋予）银行家巨大的结构性权力。这与标准的结构权力论点是一致的，即对经济资源的控

制可以为政治权力创造重要平台，原因在于政府对经济表现的结构性依赖，而经济表现在很大程度上为私营部门投资者所掌控（Lindblom，1977；Bell and Hindmoor，2013）。在危机前的几十年间，英美两国的银行业和金融业成为重要的经济部门。银行对税收收入做出重大贡献，在英国企业税收中的占比达到近25%（CityUK，2008）。政府也越来越依赖于金融体系的信贷供给，来为增长不休的结构赤字融资，这一现象也反映了政府在面对日益累积的分配矛盾，特别是在面对金融危机时对预算的基本失控（Krippner，2011；Streeck，2011）。此外，政府逐渐将银行视为国家比较优势的重要支柱，而在银行业这一支柱中，相互关联的伦敦和纽约市场占据了主导地位。在中央银行和技术官僚圈子内，对资产价格快速上涨的潜在危险还存在争论，然而，在20世纪90年代和21世纪头10年的资产价格繁荣中，政府似乎乐享其成（Hay，2013）。事实上，麦卡蒂等人（McCarty，et al，2013，第14页）在分析美国案例时指出，连任的政府总能创造出“政治泡沫”，即“刺激并放大会产生金融危机的市场行为的政策偏向”。正如学者们所述，政客们被金融业增长所带来的繁荣所诱惑，俘获了金融市场参与者的非理性繁荣也同样深深吸引了政客们。

因此，扩张金融帝国成为一种实际意义和概念意义上的权力结构，那些信仰并支持金融增长和金融创新的政府领袖们也参与其中。如第九章所述，英美两国这种政府—金融纽带阻碍了金融业的根本变革（亦可参见Bell and Hindmoor，2014）。

然而，结构本身并无自带的“说明书”（Blyth，2002），换言之，结构性权力的意义和影响需要核心行为人在实践中解读与实施。许多学者的研究表明，观念如何协调结构权力关系，如何强化或弱化结构权力的重要性（Hay and Rosamond，2002；Bell，2013）。因此，结构性权力要发挥作用，需要通过实际的商业或金融活动（或受到影响的商业或金融活动）所受到的实际或潜在的收益或损失来实现，同时，与这些活动相关的政府行为人还必须认识到这些收益、成本或威胁是重要且有意义

的。巴尼特和杜瓦尔（Barnett and Duvall，2005，第53页）认为，“非均衡分配特权”的结构形式的权力“也会影响行为人的利益，通常使其愿意接受其在现存秩序下的角色”。实用性也许是权力关系的一种表现形式，但权力也能反映创造观念或话语秩序的能力，这种秩序可以鼓励他人以积极态度看待当下的形势，或将形势看作对己有利，从而有助于协调他人利益符合本方目标。毫无疑问，英美两国的政府领袖们逐渐对金融业的目标产生了强烈认同。巴尼特和杜瓦尔（2005，第55页）将其视为一种“创造性权力”，“通过知识体系和话语活动……构建主体”。持相似观点的还包括卢克斯（Lukes，1974）的借由观念霸权（ideational hegemony）建立的权力概念，以及福柯（Foucault，1991）关于规训权（disciplinary power）的概念。如沃尔（Woll，2014）所述，金融利益驱使政府参与其中的能力，与其说是强制性的“俘获”，不如说是由于物质动机和观念趋同而发自内心的支持与遵从。

在大危机之前，大规模的复杂金融交易令人费解，这一特征为金融业增添了某种光环与神秘。银行家，甚至包括政府领袖们都认为繁荣的金融市场已具备韧性和安全性，而风险则通过先进的风险管理技术得以有效管理，通过资产证券化过程得以广泛分散。危机之前，格林斯潘（2004）认为，“不仅单个金融机构更能经受住隐含的风险因素冲击，整个金融体系也更具韧性”。前英格兰银行行长默文·金（Mervyn King，2007）同样持乐观态度，“风险不再集中于一小部分受监管的机构，而是分散于整个金融体系……这是一个积极的进步”。国际货币基金组织和其他重要机构也都相信这一点。银行家认为风险已得到有效管理，其资产负债表中持有的“超高级”证券化资产完全不可能减值，特别是在感觉美国房地产市场非常稳定的情况下。银行家和监管者的上述判断还得益于私营评级机构的正面评价，如穆迪、标准普尔和惠誉——值得注意的是，评级机构对金融工具的评级是由发行人支付费用的。如第五章所述，信用评级机构扮演了核心角色，向潜在投资者再次保证，资产是极其安全的。

正如西蒙·约翰逊（Simon Johnson）写道，最后“金融业通过积攒文化资本而赢得了政治权力”。在美国，“主流态度是对华尔街有益的，对整个国家也有益……大型金融机构和资本市场自由流动对美国的全球地位至关重要”（Johnson，2009）。在英国，政策考虑的典型出发点是财政部经济事务秘书[注]鲍尔斯（Ed Balls，2006）所提出的问题，“为支持并提升银行业在英国经济中的核心地位……我们还能做些什么”？英美两国银行业和金融业的结构性地位表明，该行业利益在政府决策者心目中是极为重要的。行为人之间的互动发生在“私密的”政治空间中，与世隔绝（Culpepper，2011），公众透明度很低。银行家所应具备的专业判断力和技术敏锐度被当局普遍认可，且当局对银行家的审慎性亦信赖有加。英美两国政府还从金融业获得大量竞选资金，美国国会委员会的大权在握以及竞选筹资规定的相对宽松都使该国政治体系易屈服于寻租压力。此外，还有一点非常重要，即银行的政治影响力既源于其利用自身在国民经济中的结构性地位的能力，也来自于对金融市场的活力的普遍信念。正是因为上述种种原因，当局通过市场自由化和放任式监管来支持银行业和金融业，这也有力助推了英美金融市场的繁荣。

一些作者直接将此次危机归咎于监管以及政府所扮演的角色（Taylor，2009；Wallison，2009）。毫无疑问，低利率、宽松的监管，以及不当的监管激励都是问题所在。然而，仅仅把矛头指向政府，这样做的问题在于忽视了银行家在引导监管向其所期望的方向发展中所展现的巨大权力与影响力（Hindmoor and McGeechan，2013）。英美两国金融精英和政府领袖联盟共同打造了自由化和金融化工程。银行家以及与其同心的政府的权力在监管安排中留下了清晰的印记，而对于市场竞争和追逐高回报所推动的繁荣市场的衔枚疾进，监管安排中却几乎无应对之策。

因此，在金融市场以及更大范围的当代资本主义中，制度变革源于银行家、商业领袖，以及新自由主义政府精英拓展市场领域、市场力量和市场竞争的各种努力。在20世纪90年代末和21世纪头10年“大稳

定”（great moderation）时期，稳定的宏观经济也成为自由化行之有效的佐证。尽管发生了一系列金融危机，但自由化仍被金融经济学的基本信条所推崇，如“有效市场假说”已是华尔街和伦敦金融城的“工作意识形态”（Kwak and Johnson，2010，第5页）。根据有效市场假说，自由金融市场能实现金融资产的准确定价，从而减少出现金融泡沫的可能性（对此的批判可参见Quiggin，2010，第二章）。

自由化也反映了新自由主义对市场竞争有效性的信仰，以及政府的积极竞争政策的推动结果，后者更多地替代了银行和信贷的监管规范。从20世纪70年代开始，认为战后银行监管保护大型银行利益的观点日益盛行。尤其值得注意的是，监管者认为大型银行以低利率吸收存款，从而提升其盈利能力，其原因一方面是因为存款保险机制的存在，另一方面也是因为投资者们相信银行“大而不倒”，在面临金融危机时将会得到政府救助。从这一分析得出的教训是，需要更多竞争以保护消费者利益。在实施这一议程的过程中，监管者和政府精英通常认为市场一般具有自我纠错功能，竞争是对管理不善和承担过度风险的最有效制衡，因此有效风险管理的第一责任应由私营部门而非监管者来承担（Turner，2009b，第87页）。此外，人们普遍认为银行已实施高级的风险管理活动。英美两国的监管者并不认为市场是完美的，也不认为银行总能在各地实现资源的最优配置。但他们坚信，决策错误的银行将受到市场纪律的惩罚。

对银行业市场的上述信仰并非总是占据主导地位。在大萧条时期银行业崩溃后，政客们重建了银行业，推出了影响深远的改革以减少未来银行业灾难的可能性。在国内层面，以美国为例，金融监管体现于大萧条时代的多个银行法案，包括银行利率管制、银行业市场分割等内容，部分目的在于应对“破坏性竞争”这一导致20世纪30年代银行业脆弱性的问题所在（Bhide，2010，第228页）。在国际层面，20世纪30年代的混乱之后也推出了多项改革，包括资本控制的实施以及1944年布雷顿森林国际金融架构体系下的汇率管理制度。总体而言，战后时期是银行业和

金融业受政府监管较多的时期。

自由化进程逐步抛弃了这些控制。施特雷克（2009，第25页）将自由化视为“对资本主义的再造……因为‘二战’后资本主义暂时被人为限制在造成市场割裂的一整套精巧制度之中”。20世纪70年代，美元的压力日增，不受监管的欧洲美元市场不断发展，促使美国放弃了国际资本管制和汇率管制。第二章将详细介绍，英美两国放松国内银行业控制，一方面因为难以管理通胀压力以及20世纪七八十年代的汇率波动，另一方面则源于银行家和金融家对实施自由化的强大压力，他们在英美银行业丧失国际竞争力的普遍担忧下，迫切希望摆脱战后监管的束缚（Suárez and Kolodny，2011）。金融自由化还见证了信贷资源的市场化配置转向，其间政府也努力对抗通胀，20世纪90年代初期的官方利率出现了大幅提升。然而，市场形成的更高利率并未能制约信贷的增长，公共和私人部门的信贷都呈现了爆炸式增长（Krippner，2011）。

英美两国国家层面的监管安排具有一定的局限性，而国际层面的巴塞尔资本监管规则的不当激励加剧了其局限性。《巴塞尔协议Ⅰ》是对银行业资产负债表内持有的资本数量进行监管与协调的首个国际协议，而资本则可作为应对风险以及经济下行冲击的缓冲。1988年，国际清算银行下设的巴塞尔银行监管委员会牵头就《巴塞尔协议Ⅰ》进行谈判，其后100多个国家接受了这一协议。制定《巴塞尔协议Ⅰ》的动因源于发达国家担忧发展中国家银行资本不足，从而可能导致监管“竞次”（race to the bottom）现象。在巴塞尔规则的要求下，大量银行必须提升资本水平。然而，《巴塞尔协议Ⅰ》也导致了发达国家银行平均资本水平的降低。这一情形之所以会发生，是因为存在一些现有资本超过巴塞尔最低要求的银行，《巴塞尔协议Ⅰ》给了它们一个光明正大的机会来降低资本水平。特纳（Turner，2009b，第55页）认为，《巴塞尔协议Ⅰ》“并非基于最优资本水平的清晰理论”，而是代表了不同银行间以及银行与监管者之间“务实的折中方案”。

由于银行精巧的游说以及糟糕的监管设计，《巴塞尔协议Ⅰ》存在许多漏洞，激励银行扩大次级信贷规模、实施贷款证券化、将资产从资产负债表内移至“影子”银行体系（Blundell-Wignall and Atkinson，2008）。之所以形成对次级信贷的不当激励，是因为《巴塞尔协议Ⅰ》的资本水平的计算基础是风险加权资产。而传统上银行对企业信贷的风险一直被证明要高于家庭住房抵押贷款风险。因此，相比于住房抵押贷款，《巴塞尔协议Ⅰ》要求银行为企业贷款持有更多资本。由于优质住房抵押市场已接近饱和，且美国市场尤为明显，因此银行发现强势进入更具风险但潜在盈利水平更高的次级市场更有利可图，因为《巴塞尔协议Ⅰ》对次级住房抵押贷款的违约风险处理无异于其他等级的住房抵押贷款市场（J.Friedman，2009，第144页）。

此外，《巴塞尔协议Ⅰ》也成为资产证券化的催化剂。资产证券化是将流动性相对较弱的金融资产如住房抵押贷款转化为可交易金融资产的过程。银行发现，所有各类资产都可以进行证券化：住房抵押贷款、信用卡贷款、学生贷款、汽车贷款以及租赁支付融资等。资产证券化对银行具有较大吸引力，因为可以降低银行的风险敞口。而且，《巴塞尔协议Ⅰ》为此类资产证券化操作增添了额外的吸引力，其原因不仅在于银行无须为通过证券化出售的资产持有资本，还因为银行不必为从其他机构买入的证券化资产持有等量资本。在这一方面，《巴塞尔协议Ⅰ》客观上鼓励了监管规避与寻找规则漏洞，这就是人们常说的监管套利。在此情形下，《巴塞尔协议Ⅰ》的一个重要影响就是银行获得了将资产移出表外的行为动机。此处的规则漏洞在于，银行依赖于存款或长期借款融资的同时必须持有资本，但银行设立的结构性投资载体（SIV）不持有存款，以短期甚至隔夜融资购买证券化资产，且至少名义上是独立于母银行的法律实体。这也就意味着结构性投资载体无须持有资本，因为银行在结构性投资载体的股份被视为资产（Acharya and Richardson，2009，第201页；Acharya and Schnabl，2009，第89页）。借助摩根大通银行1997年首创的模型，各银行纷纷设立结构性投资载体，结构性投资载体则借入短期资金用于购买母银行或其他银行的证券化资产。其中的

问题在于，尽管结构性投资载体名义上是独立的，但银行或为结构性投资载体的融资提供担保，或被市场交易员视为愿意为保护银行声誉资本而支持银行自身设立的结构性投资载体。

巴塞尔银行监管委员会受到银行游说的强烈影响（Tsingou，2008；Hellwig，2009；Lall，2012）。巴塞尔委员会的监管工作在银行业发生重大变革的时代展开。银行认为，应允许银行使用自身的内部风险评估来决定风险加权资本缓冲。黑尔维希（Hellwig，2009，第190页）将这些观点得以采纳的过程称为“监管被复杂性所俘虏”（regulatory capture by sophistication），其中“精密复杂的银行业金融机构专业风险建模的质量似乎得到了毫无质疑的认可”。由此导致的结果是，1996年对《巴塞尔协议Ⅰ》的修订允许银行自行评估风险敞口和权重，这又影响银行应持有的资本数量。对《巴塞尔协议Ⅰ》的修订进一步纳入了2004年颁布的《巴塞尔协议Ⅱ》中。《巴塞尔协议Ⅱ》的一个显著特征就是对自我监管的承诺。《巴塞尔协议Ⅱ》并未就特定资产类别强制设定特定风险权重，而是允许银行向监管当局证明其具有强健的内部风险管理流程，可以自行设定风险权重。前美国联邦存款保险公司（FDIC）主席希拉·布莱尔（Sheila Blair）曾引述研究成果称，《巴塞尔协议Ⅱ》将会看到银行资本的“大幅”下落，在多数情况下将减少60%以上的资本。美国各银行此前曾表示，银行风险管理体系已得到优化，同时为了提升竞争力，应允许其持有更低的资本。然而，联邦存款保险公司反对美国实施《巴塞尔协议Ⅱ》。布莱尔（2012，第30页）曾指出，“联邦存款保险公司反对并推迟《巴塞尔协议Ⅱ》在美国的实施，我们看到欧洲五大银行在推进实施《巴塞尔协议Ⅱ》后资本水平正在下滑，因此我们将更加坚定地反对其在美国的实施”。

本章小结

本章提出了一个分析框架，分析在此次危机之前的几十年间银行家

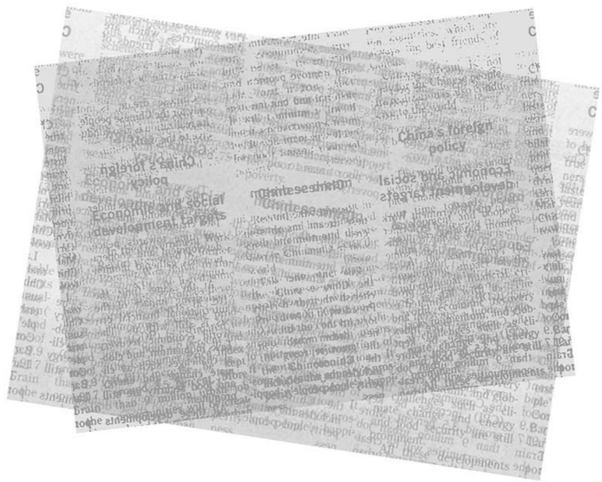
如何行动，如何在政府领袖的支持下，在核心市场中重塑银行业和金融业。本章的一个核心论点是，除了分析银行家的有限理性和不同特质外，我们需将核心行为人置于更宏大的背景环境下，行为人塑造环境，环境也塑造着行为人的行为。本章说明了始于20世纪70年代的金融市场自由化如何成为重要的制度变革，解放了银行家和金融家并赋予其行动的能力，从而导致了更深刻的结构变革：金融化。在此次危机爆发前夕，英美两国显赫的银行家们似乎已成为宇宙的主人，控制着庞大的金融帝国，在与政府的关系中也具有强大的影响力。在控制着英美银行业和金融业的监管架构和监管方式方面，上述行为人成功重建了相关的制度与规则。英美相互关联的市场将成为21世纪头10年金融繁荣的所在地，而普遍认可的观念和物质利益的结合支持并推动了繁荣的形成。追随金融繁荣可以创造巨大财富，政府也乐于加入其中。然而，如第二章所述，尽管银行家参与创造了这一崭新的金融大厦，但后者转而开始对银行家施加强大压力，使得大多数银行家几乎成为不断累积的市场和结构压力的奴隶，而这些压力将最终导致他们的大败局。

---

1. 住房按揭存款（mortgage deposit）是银行在受理房贷申请前要求借款人存入该行的一定金额的存款，金额通常为房价的固定比例，如5%—10%的某个特定比例。——译者注

2. 英国财政部领导层职位依次为财政大臣、首席秘书、主计长（Paymaster General）、金融事务秘书、经济事务秘书各一名。——译者注

第二章
市场和结构的“奴隶”



银行业危机常被归咎于银行家们的鲁莽行为。但是在理解危机发生的原因时，应当把银行家和金融家们所处的制度和结构背景放在至少同等重要的位置。在第一章中，我们已经阐述了英美两国的银行家和与之合作的政府精英们如何主导金融自由化的进程，从而带来了在银行和资产证券化改革潮中“交易商银行”的崛起，以及相应的以金融化为标志的资本主义结构变革（Erturk and Solari，2007）。在本章中，我们将论述在受危机冲击较大的市场中，银行家和金融家们，特别是那些资产证券化繁荣的“真正的信徒”，如何几乎沦为市场以及因此产生的更宏大的结构性力量的“奴隶”。自由化导致了市场竞争加剧和追求更高收益的压力，这演变成一种市场纪律。在这种高压环境下，大多数市场参与者们通过激进的制度和金融创新来应对激励机制和市场机会的变化，并最终借助不断提升的杠杆水平将市场行为演变为赌博似的金融交易。正如本书所述，尽管银行家和那些支持他们的政府精英们创造了这一体系，但是大多数行为人和他们的继任者最终被这一体系征服，特别是被系统性

风险中内嵌的结构化力量所征服，一旦触发性事件发生（例如次级证券发生损失），系统性风险在复杂和高度相关的金融市场中迅速蔓延、升级，损失不断增大，行为人终尝苦果。

于2008年全面爆发的金融危机始于2006年末美国房地产市场的下滑，之后次级抵押贷款支持证券市场和相关资产价格下跌。本章将解释为何抵押贷款支持证券和相关资产上的损失触发了英美主流金融市场上更大范围的危机，在危机中，市场对抵押贷款支持证券的信心消失殆尽，银行间市场借贷随之崩毁，国际信贷体系几近冻结，很多银行走向毁灭或濒临倒闭。

银行业革命

传统意义上银行业承担着三个核心经济职能：一是管理支付体系，即执行客户的交易指令，并在不同账户间划转资金；二是吸收存款，即为存款提供显然更为安全的保存方式，从而鼓励储蓄行为；三是发放贷款，即利用其存款基础向个人和企业发放更长期限的贷款，从而使得经济中的大规模投资成为可能。在传统模式中，主流银行或商业银行的利润来源于存贷利差。这就是银行业所谓的3—6—3模式（3-6-3 model）：支付3%的存款利率，收取6%的贷款利率，银行家们下午3点出现在高尔夫球场上（DeYoung and Rice，2004，第34页）。这样的银行经营行为不是无风险的。在经济史中，银行经营失败的情形反复出现（Borio，Furfine and Lowe，2001；Reinhart and Rogoff，2009）。信贷放贷不审慎或大规模经济下滑（例如20世纪30年代的大萧条时期）都会导致贷款大量违约，进而引发银行经营失败。当储户们对银行失去信心并提取存款，银行将发生挤兑并可能倒闭（F.Allen，Babus and Carletti，2009）。此外，如果货币市场短期批发融资的融出方们对银行失去信心，也会发生银行挤兑并引发银行倒闭，2008年危机时就出现了这一情形。这些导致银行经营失败的推力，反映出银行业的一个重要的

结构性问题，即期限错配：银行借入资金，吸收活期存款，但发放长期贷款，持有流动性更差的资产，从而产生了银行的流动性风险。在此次金融危机中，高杠杆率使得期限错配愈加严重。海曼·明斯基（Hyman Minsky，1982）等一流的金融理论家曾指出金融市场中存在一种长期趋势，即以借来的资金投机于资产价格的上升，这导致了在资产价格下跌时，投资者们不得不在市场上出清这些投机资产来偿还贷款，资不抵债导致的经营失败屡屡出现，这一情形同样出现于2008年的危机中。

从20世纪70年代起，银行业传统的3—6—3模式受到的压力日益增大，特别是在英美两国，作为“去监管”进程的一部分，政府推动银行业增加竞争，这一情况已在第一章进行了描述。竞争加剧的结果之一是非银行金融业的增长，主要表现为养老和共同基金、对冲基金、私募股权公司的发展。第二个结果是此前的地区性银行发展为全国性竞争者。以英国为例，总部位于纽卡斯尔的北岩银行，以净贷款为衡量标准，其市场份额从2003年的7.7%增长至2006年的13.4%（Northern Rock，2006，第36页）。由于银行不得不为争夺客户而竞争，其利差开始下滑，利差是指银行发放贷款的利率与支付给储户或债权人的存款利率的差额。利差下降是竞争加剧的第三个结果。马修斯和汤普森（Matthews and Thompson，2005，第10页）的研究表明英国银行业的利差水平从1979年的3.9%降至2006年的仅1.1%。市场竞争加剧、传统住房抵押贷款和企业贷款利差缩窄，以及因此导致的盈利下滑压力，成为危机前数十年商业银行所处的结构化环境（structural environment）的组成部分。21世纪头几年的低利率也是该结构化环境的标志之一。低利率意味着对于包括养老基金在内的投资者而言，投资于政府和公司债的收益率相对较低。这就激励了投资者、银行和对冲基金寻找其他的高收益投资机会（Caballero and Krishnamurthy，2009）。

金融市场自由化开启阶段经常带来较高的市场竞争水平，而这一阶段经常会发生金融市场危机（Hellwig，2009，第152页）。例如，在资本市场去监管的同时，伴随着大型机构投资者的兴起，这些投资者向市

场施压要求获得“股东价值”，其投资特点是具有高度流动性，进行短期的资本募集，利用恶意收购威胁企业，极度追求短期高收益。在本书的第五章和第六章中，我们将进一步阐述英美两国的银行家们是如何经营的，他们面临强大的市场压力，要求他们扩张资产负债表，通过杠杆交易极大提升利润。银行业的经理和执行官们像在玻璃缸里，在金融分析师、机构投资者和财经媒体的高度关注下经营着银行。对于银行家个人而言，市场竞争的标准直接和个人的薪酬水平、职位提升以及机构内的同行压力挂钩。这导致银行家和交易员们在巨额薪酬和快速提拔的激励下调整自己的步调。在这样的环境中，业绩不佳或对风险持有担忧态度的个人通常会遭到排斥或解雇。格林斯潘曾形容银行的管理层“陷入了严重的两难”，“他们可以选择保护股东的利益或者维持健康的资产负债表，但是他们所在银行的市场地位将下滑、再下滑，而股票价格也将下跌”（转引自Faber，2010，第168页）。因此，高额激励和恐惧共同决定了银行家的行为。我们经常认为过度自信和非理性繁荣推动了过度投资，但是正如黑尔维希（Hellwig，2009，第164页）所言，在激励风险承担方面，“人们必须认识到，恐惧也拥有相同的力量”。

威廉姆斯（Williams，2010，第42页）曾将市场环境描述为“市场对一家公司的财务健康情况进行投票……从而决定股票的价格”。英格兰银行负责金融稳定的执行董事安德鲁·霍尔丹（Andrew Haldane，2012a，第4页）指出，高度的市场竞争迫使银行追求更高的利润，为了获取竞争优势而开展“金融军备竞赛”。他在报告中提到营利性的一个关键指标——净资产收益率（ROE），1989年英国银行业的这一指标为1%，而到2007年已增长到38%。如此高的盈利水平不只意味着对市场的敏锐性，还意味着风险承担。在这样的环境中，“市场纪律”不再是审慎评估银行与盈利相关的风险水平，而是不当地关注高收益和风险承担（Hellwig，2009，第163页）。市场竞争因此导致了“市场堕落”（market in vice）（J.Braithwaite，2005），即银行家们不得不拼命地减少资本缓冲，并增加交易业务和杠杆水平，而这些最终导致灾难性的后果。

从另一个角度也能看出市场的重要性，特别是由交易业务产生的新的盈利机会，进一步推动了金融市场的结构化改变。传统上，商业银行被禁止从事交易业务，而投资银行也仅集中于有限的代客交易业务，并不能利用自有资金和借入的资金进行自营交易。然而，从20世纪80年代开始，银行越来越多地开展交易业务，开始是在刚刚放开的外汇交易市场，之后到20世纪90年代和21世纪头10年，交易业务扩展到逐步放松管制的国内金融市场。由于传统信贷和吸收存款业务的利润不断受到挤压，很多商业银行极力寻求资产负债表的再造，以求增加收益。而投资银行同样在寻求新盈利模式。在此市场环境中，越来越多的银行迫于盈利压力，通过资产证券化和其他形式的衍生品交易（下文将进一步解释）再造资产负债表，以提升收益（Crotty，2009；Gowan，2009）。这些新型业务活动使得商业银行和投资银行之间曾存在的差异不断模糊，推动了交易商银行的兴起，这类银行对于衍生品交易和资产证券化泡沫的产生至关重要，而泡沫的破裂正是此次金融危机的导火索（Dore，2008；Crotty，2009；Gowan，2009；Krippner，2011）。

在整体市场价格上升时期，抵押贷款支持证券和其他衍生产品的证券化和交易确实能够为银行创造极为可观的收益。银行可以通过打包证券化资产和代为销售来收取费用；可以在自身资产负债表上持有此类资产来收取利息收益；可以将这些资产销售给其他投资者或银行来赚取差价。而且当资产价格上涨时，银行会通过增加杠杆来为扩大证券交易量提供资金。只要相信资产价格会持续上涨，这就成为一个永无止境的良性循环，银行增加杠杆、获得收益，并购买更多的资产，进一步助长金融市场的膨胀。银行相信，可以通过使用信贷违约掉期（CDS）和其他套期保值方式避免潜在损失，从而实现上述良性循环。

而且，英美银行家们所处的市场是高度扭曲的，充斥着不当激励。施特雷克（Streeck，2009，第158页）认为自由化涉及“发展私营机构，公共机构回撤，包括政府的回撤”。而沃格尔（Vogel，1996）则持有不同的观点，认为自由化的市场常常伴随着国家出台新的监管规则。在银

行和金融领域，结果则完全不同。监管大量放松并给予银行家更多的市场自由。除了一些监管要求被废除，政府领导者们还将重要的监管权让渡给银行和私人部门行为主体。例如，正如我们在第一章中提到的，外部监管的风险审计被取而代之，相反，银行可以使用内部风险评估的方法来决定其所需维持的资本规模。私营评级机构也得以在风险评估中发挥决定性作用。

尽管自由化将大量职能交由市场，但自由化仍伴随着持续的政府支持和一系列扭曲的市场干预。持续的政府支持包括存款保险制度，这一制度降低了大型银行的融资成本，从而鼓励交易业务和提升杠杆。当出现一般的流动性危机时，政府还通过紧急救助（bailout）或充当最后贷款人来为银行提供支援。根据安德鲁·霍尔丹（2012c，第4页）的计算，2002—2007年间，纳税人每年为全球最大型银行提供的补贴高达700亿美元，相当于这些银行在那段时间税后利润的一半。

在正常运行的市场中，未来可能发生破产的预期要求管理者们仔细衡量追求额外利润所带来的风险以及经营失败的可能性。与之背道而驰的，扭曲的金融市场滋生着道德风险和过度冒险。金融危机发生后，在金融效率低下和市场失灵的同时，大规模针对金融业的政府救助迅速增加，而这实质上是用公共资源来补贴私营金融业。安德鲁·霍尔丹（2012b，第5页）估计，“对金融业的支援规模可能相当于英美两国年度GDP的2/3之多”。

过去数十年间，在英美两国自由化的进程中，多次发生了金融危机后政府通过救助或其他形式的支持来帮助银行摆脱危机的情况，这已成为一种自我永续循环（self-perpetuating cycle）。在美国，人们相信当市场发生问题时，美联储将下调利率以刺激市场，这就是著名的“格林斯潘看跌期权”（Greenspan put）。正如鲁比尼和米姆（Roubini and Mihm，2010，第73页）所观察到的，“交易员相信美联储总会出手救助因泡沫破灭而走投无路的鲁莽的交易员”。监管者和华尔街开始相信失

败是可管理的。在英国，也存在相似的论调。默文·金（2009b，第3页）曾这样评论："重要的原因之一，也是危机前市场参与者们曾在谈话中提到的，银行管理风险和增加杠杆的动力被政府为银行的债权人提供的隐性支持或担保扭曲了，这又被称为'太重要而不能倒'"。这种"大而不倒"（too big to fail）综合征成为市场扭曲和道德风险的主要来源，为银行管理者和其他利益相关者在高度竞争性的市场中过度承担风险提供了符合理性的激励，因为他们知道，赢了，将收获巨额利益；输了，将能够得到救助。

资产证券化

了解资产证券化的过程对于理解2007—2008年金融危机的原因和进程至关重要。资产证券化作为一项重要的金融创新，是将原本非流动性的债务，例如住房抵押贷款，通过打包成为可交易的住房抵押贷款支持证券。资产证券化始于20世纪80年代，最初由投资银行所罗门兄弟（Salomon Brothers）的资深交易员卢·拉涅利（Lew Ranieri）创造。到了21世纪初，资产证券化在金融市场上已非常普遍。其中，机构住房抵押贷款支持证券占据了很大的市场份额，即由美国政府支持的两家住房抵押贷款巨头房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）发行的住房抵押贷款支持证券。美国结构化信贷（structured credit）市场的总规模在11万亿美元左右，其中机构住房抵押贷款支持证券的总额约为6万亿美元（Milne，2009，第64页）。第二大类产品为资产支持证券（ABS），指将其他类型的资产打包证券化，包括汽车贷款、助学贷款、信用卡债务和其他形式的非住房抵押贷款债务。这一市场的规模约为2万亿美元。此外，商业抵押贷款支持证券（CMBS）的规模约为1万亿美元。在住房抵押贷款支持证券产品中，有一类产品的基础资产为美国市场上发放的风险更高的次级住房抵押贷款（subprime mortgages）。次级住房抵押贷款市场在21世纪初以每年翻倍的速度快速增长。到2006

年，次级住房抵押贷款在当年新增住房抵押贷款中的占比已达到40%。正是对次级住房抵押贷款不断增长的巨大需求推动了美国房地产行业的繁荣。这带来的结果是，住房抵押贷款的质量在下降。到2007年末，基于次级住房抵押贷款的证券化产品的规模约为8000亿美元。这一产品已创造了一个很大的市场，尽管它仍只是整个结构化信贷市场以及住房抵押贷款支持证券市场的一小部分（Milne，2009，第64页）。

从20世纪60年代起，在房地美和房利美的带动下，资产证券化成为增加住房抵押贷款的一种方式。传统上，银行贷款给购房者，之后购房者按照还款计划在一段时间内偿还本息。在本息全部偿还之前，在此期间如果贷款人违约，银行将面临损失。最简单的证券化方式是将贷款打包并销售给一位外部投资者，如果贷款人不违约，那么该外部投资者会收到贷款人支付的本息。理论上，单笔住房抵押贷款即可被证券化并销售给一个投资者。但在实践中，房利美和房地美会从美国各地区购买大量的住房抵押贷款，将其打包成证券产品后，将未来能够获取收入的权利分割并销售给外部投资者。通过这种方式，房利美和房地美降低了住房抵押贷款证券的风险。住房抵押贷款的贷款人可能因失业、离婚或其他个体性负面因素而违约，在一个正常的年份中这种违约比例是可以预测的。因此，投资于由多个住房抵押贷款打包后的证券化产品，要比购买单个住房抵押贷款的受益权更安全。通过将取自美国不同地区的住房抵押贷款打包，还能进一步提升其安全性，因为这样进一步分散了风险。

证券化贷款规模上升的一个原因在于消费者负债的上升，正如第一章所阐述的。在21世纪头几年，利率处于历史低点，这时债务成本极低。房地产被视为一种高收益的投资。在1997—2006年间，美国平均住房价格的增长超过120%。到2005年，美国超过40%的住房销售为第二套住房或基于房价上涨预期的投资性住房（Williams，2010，第118页）。黑尔维希（2009，第158页）曾评论道，“房地产价格加速上升和投资银行激进地进入住房抵押贷款证券化业务几乎同时发生于2003年，这可能

不仅仅是巧合”。

新的证券化工具的发明加速了资产证券化的进程。在20世纪90年代，银行发现，至少在理论上而言，他们能够通过将证券化抵押贷款投资转化为抵押债务凭证的方式，降低证券化产品的风险，使其对投资者更具吸引力。也就是将打包后的抵押债券拆分为不同的层级，包括高层级（senior）、夹层级（mezzanine）和低层级（junior）。如果购买了一个住房抵押贷款支持证券的抵押债务凭证（CDO RMBS）的高层级部分，投资者能够收到住房抵押贷款的贷款人最先偿还的资金。如果购买了夹层级部分，投资者则在高层级部分的投资者全部受偿后，开始获得偿还。如果购买了低层级部分，投资者则在其他投资者获得偿还后，最后被偿还。这就意味着一个抵押债务凭证的高层级部分的安全性要高于一个未被分级的住房抵押贷款支持证券。因此，抵押债务凭证产品的高层级部分被认为实际上是无风险的，原因很简单，住房抵押贷款支持证券中超过一定数量的住房抵押贷款人同时违约的情况不可能发生。由于养老基金和共同基金按受托人或监管者要求，必须购买最为安全的金融产品，因此抵押债务凭证形式的资产证券化成为一项有利可图的重大创新，很多抵押债务凭证产品获得了穆迪和标准普尔等评级机构很高的信用评级。例如，2006年，在高盛发行的6980万美元的结构化证券中，有5050万美元的产品获得了AAA的评级（W.Cohan，2011，第484页）。在当时，仅有很少数美国公司的公司债能够获得AAA的评级，包括一些家喻户晓的公司，例如强生、埃克森美孚、伯克希尔·哈撒韦公司和微软。投资者和基金经理通过投资结构化信贷产品，能够获得比国债更高的收益，而国债被认为是安全投资的行业基准。

在2000—2007年间，针对固定收益类投资的全球资金从31万亿美元增长到67万亿美元（Williams，2010，第119页）。资产证券化为投资者创造了新的产品供给，也为银行创造了新的需求。澳大利亚国民银行（National Australian Bank，NAB）的集团执行官里克·索尔斯（Rick Sawers）在一次采访中向我们解释道：“如果你能为投资者提供一个产

品，其风险和政府债券的风险相当，有着AAA评级，并能向投资者支付高于政府债券15个基点的收益率，那么这个产品正是投资者想要的”（2012年5月8日）。而且，正如银行能发现的，将证券分级的逻辑不仅仅适用于住房抵押贷款，还可以适用于企业贷款、信用卡债务、汽车贷款、商业地产抵押贷款、音乐版权贷款、助学贷款、分时共享住房贷款和小企业贷款。

抵押债务凭证的发明还刺激了次级住房市场的发展。次级住房抵押贷款是指借款人信用记录较差或没有信用记录，或者其无法提供足够的支持文件。贷款人一般认为次级借款人能偿还贷款的可能性更小，因此传统而言这一市场很难发展起来。将多笔住房抵押贷款进行打包和资产证券化也不能改变这一情况。与一笔单独的次级住房抵押贷款相比，打包后的次级住房抵押贷款对于风险厌恶型的贷款人而言，也并不一定有更大的吸引力。但是通过资产证券化以及抵押债务凭证的出现，银行家们能够创造出AAA评级的“超高层级”（super-senior）证券，方法是将少量的次级住房抵押贷款和大量的一般住房抵押贷款进行打包，或更为激进的方法，全部使用次级住房抵押贷款进行打包，高层级部分的持有者有权获得最优先偿还。只要不是发生灾难性的经济衰退，在一般的经济衰退情形下，只有购买较低层级部分证券的投资者会遭受损失（事实证明这是一种错误的观点）。这成为一种新型的金融炼金术。那些原本为BBB级别的低评级证券打包转化为AAA级的新证券。这就是“通过分层和切割，从风险极高的次级抵押证券中提取出看似极为安全的证券”（Bhide，2009，第34页）。

在此基础上，又出现了更为复杂的金融创新产品。抵押债务凭证的组成部分被作为基础资产构建新的证券产品，被称为“双层抵押债务凭证”（CDO squared）。交易员将一个已有抵押债务凭证产品的夹层级部分证券化，从而创造出新的AAA级证券，其持有人在原抵押债务凭证产品的高层级部分持有人全部受偿后，首先得到支付。“合成抵押债务凭证”（“Synthetic”CDO）是一种更难理解的金融创新。对于创造住房抵

押贷款支持证券和其他基于债务的证券产品而言，唯一的限制是供给，即新的住房抵押贷款或其他形式债务的发生。这一点，能够解释为什么住房抵押贷款的发起人和银行如此急切地进入次级市场：他们需要新的住房抵押贷款来转化为结构化信用产品。为了克服这一限制，银行创造出合成抵押债务凭证：其作为一类衍生产品，价值不是基于实质性的基础资产，例如住房抵押贷款或信用卡分期还款，而是基于信贷违约掉期合约的潜在支付情况，信贷违约掉期是基于既定的一组参考资产的违约概率的产品（我们即将详细说明信贷违约掉期的发展及影响）。保罗·克鲁格曼（Paul Krugman，2010）曾将合成抵押债务凭证形容为“能让投资者们对于资产进行大规模的下注，但是同时又不必真正拥有这些资产”。合成抵押债务凭证增加了证券产品的供给，使其不再受制于真实基础资产的供给。由于合成抵押债务凭证不需要新的抵押贷款或其他形式的债务，这一市场迅速膨胀。特别是从2006年起，在住房市场上，对于新的住房抵押贷款的需求开始下滑，而这一时期合成抵押债务凭证市场不断增长。首支合成证券诞生于2004年，由高盛创造，而到2007年，高盛已经包装并销售了730亿美元的合成证券。到2006年年末，市场上新发行的证券中，有一半为合成类产品（Lowenstein，2010，第56页）。合成类产品的迅速发展，表明了金融市场的一个特殊性——不可能对新金融工具的开发享有专利权。在2011年一项公司专利权的全球排名中，在排名中最靠前的一家金融企业为美国运通公司（American Express），与其他公司并列排名第259位（*The Economist*，2012b）。在竞争不断加剧的市场中，缺乏对新产品的专利权意味着银行不得不销售更多的老产品，或者不断发掘并推出新产品来增加利润。

“发起并分销”模式？

资产证券化，尤其是抵押债务凭证的迅猛发展被认为是2007—2008年金融危机发生的主要原因。其常见的论据在于资产证券化导致了信贷

标准的降低，因为贷款人知道他们能够将贷款销售给第三方，从而没有动力去评估借款人是否有能力偿还贷款。正如达夫·麦克唐纳（Duff McDonald，2009，第205页）所述，“资产证券化作为有史以来最为成功的金融炼金术，它还种下了房地产市场泡沫破裂的种子，它让贷款人没有任何理由关心借款人能否偿还贷款”。

然而在资产证券化市场繁荣时期，很重要的一点在于，资产证券化的“发起并分销”逻辑曾被广泛地认为可以降低金融风险，因为通过证券化，银行能够调节和管理风险，并将其分配给有着相应风险偏好的投资者。风险厌恶型投资者可以在其资产组合中购买住房抵押贷款证券的抵押债务凭证中有AAA级别的高层级部分。其他愿意承担更多风险、追求更高收益的投资者可以购买低评级的低层级部分，如果住房抵押贷款的违约率高于预期，则低层级部分将承担损失。我们将在第五章和第六章中阐述，监管者、中央银行和银行高管们相信，这种将风险分散于投资者的方式会使金融体系更加安全。

对银行而言，资产证券化曾是天赐良机。如果银行只是单纯将资金贷给某一借款人，那么在借款人偿还贷款之前，这笔资金都无法再贷给其他借款人。而有了资产证券化后，银行可以借入资金，将资金贷给借款人，然后将贷款出售获得资金后再贷给其他的借款人，以此盈利。通过这一方式，包括北岩银行在内的一些小型银行的业务呈指数级增长。而且，银行每次包装和销售抵押债务凭证产品或其他结构化产品，都能够获得销售额1%—2%左右的佣金。在这样一个边际利润较低的市场中，成功的关键是扩大交易量。在2006年，美国银行业通过构造和销售抵押债务凭证产品，赚取了约6900亿美元的中介费。在金融危机发生前的10年中，据估计，仅美林一家就创造了700亿美元的抵押债务凭证产品，并销售了其中的一半，赚取了大约8.75亿美元的佣金。在竞争愈加激烈的市场中，为使抵押债务凭证和其他证券产品对外部投资者更具吸引力，许多银行设计了“流动性看跌期权”（liquidity put），即购买者有权在市场状况不佳时，将购买的抵押债务凭证产品以初始购买价格卖还

给银行。

我们现在已经明白，资产证券化的“发起并分销”模式所具有的风险最小化的特点是言过其实的。一个重要的问题在于证券化“分散”（distribute）了风险而非“消散”（disperse）了风险。当房地产市场转向，住房抵押贷款的还款减少时，资产证券化并未减少实际承担的损失。事实上，资产证券化在一定程度上刺激了住房抵押贷款市场的发展并导致了信用标准的降低，它事实上增加了总的风险。而且，抵押债务凭证产品的夹层级部分和低层级部分被激进地销售给投资者，他们天真地以为自己投资的资产是健康的。“发起并分销”逻辑的成立需要市场上一直有证券化资产的潜在买家。但当房地产市场转向时，事实并非如此。由于一些抵押贷款仍放在银行的“仓库”中，等待被资产证券化，银行不得不承担这些贷款的损失。

资产证券化的“发起并分销”体系存在的主要问题在于，在危机发生前的几年中，它被认为逐渐过时了。约从2004年开始，很多银行意识到，与包装和销售证券产品获取的佣金相比，如果在资产负债表上持有这些证券或购买其他银行发行的证券可以赚取更多的利润。这一经营策略的转变动因非常直接，银行持有证券化资产的利息收入要高于将其出售给外部投资者的佣金。2007年英格兰银行观察到，由于转向“发起并持有”（originate and hold）模式，大型全球性银行的资产负债表规模“增长了一倍多”，从2000年时的10万亿美元增长至2006年的23万亿美元。截至2007年，仅瑞士银行（UBS）即持有500亿美元的AAA级证券化资产（Acharya and Richardson，2009，第207页）。2008年7月，据《金融时报》估计，银行业购买了48%的AAA级的高层级部分的住房抵押贷款支持证券。阿查亚和库利等人（Acharya，Cooley，et al，2009，第284—285页）估计，美国银行业、房利美和房地美持有50%的AAA级证券，规模接近8万亿美元。这些证券化资产——至少非合成类的证券产品——从某种意义上说是一种贷款。这些证券由资产支持，而资产则意味着利息支付。但是这些贷款并不必然是银行自身发放的贷款。这些贷

款经常是由抵押贷款经纪商或其他银行发放，将贷款打包，并分层成为抵押债务凭证产品以及其他证券化产品，然后进行买卖的。与分散风险的初衷相悖，由于银行持有的此类产品越来越多，风险严重集中于一些主要银行（Duquerroy，Gauthier and Gex，2009）。当房地产市场下行，证券产品的市场价值下降时，损失集中于数家系统重要性银行中，这些银行的资产负债表上有着大量的证券化资产，而且因为规模太大且相关性太强，政府不能任由其倒闭。正如达夫·麦克唐纳（2009，第213页）写道："华尔街各机构在2005年共发行了1780亿美元的住房抵押贷款支持抵押债务凭证，而到2006年这一规模几乎翻番，它们有效地占据市场，且机构自身持有的证券产品规模不断增长……认为华尔街只是充当中介的想法已经不再适用。"

金融监管也给予了银行家们动力去追求"发起并持有"的经营政策。根据巴塞尔资本监管要求，银行如果在其自身资产负债表上持有AAA级的证券化产品，那么与持有非证券化的贷款相比，银行可以持有更少的资本（Acharya and Richardson，2009，第201—202页）。银行执行官们同样由衷地相信，银行资产负债表上的这些高层级的次级抵押贷款支持证券的抵押债务凭证资产安全性极强，不仅是因为他们对美国房地产市场的稳健性一直很有信心，而且因为他们相信高层级产品能够首先得到偿付，此外他们还对未来的可能损失进行了投保。银行通过购买信贷违约掉期来抵消或对冲违约风险，即每年或每月向第三方支付一定的费用，第三方承诺当借款人的违约数量超出预期，还款额降至约定水平以下时，第三方将向银行或投资者进行赔偿。大多数信贷违约掉期交易由几家大型金融机构之一进行担保。例如，美国国际集团（AIG）位于伦敦的金融产品部门为大约4500亿美元的信贷违约掉期交易承保（McGee，2010，第254页）。房利美和房地美为超过2万亿美元的证券化住房抵押贷款承保。根据泰德（Tett，2009，第264页）的估计，信贷违约掉期合约中隐含的实际市场风险在危机前已增加到24万亿美元左右。

衍生产品和自营交易

信贷违约掉期的设计初衷是为了降低金融风险，但是后来的发展并非如此。一个主要问题在于交易对手方风险（counterparty risk）。只有当承保人根据合约要求能够付款时，信贷违约掉期才能提供有效的保险。当房地产市场下行时，美国国际集团和其他信贷违约掉期卖方所面临的问题是，他们没有足够的资金来支付大量同时发生的偿付要求。这在金融危机中引发了进一步的问题：不仅为证券化资产购买信贷违约掉期的银行面临风险，借款给这些银行的其他银行也处于风险中。第二个问题是，信贷违约掉期不仅提供了为风险投保的一种方式，银行和其他投资者还将信贷违约掉期作为一种赌注未来市场变动的投机性交易工具。银行可以构建一个信贷违约掉期交易，使得在未来一段规定时间内，当某些资产或工具的市场价格高于或低于某一指定水平时，信贷违约掉期卖方需要进行赔付。麦基尔罗伊（McIlroy，2010）估计，近80%的信贷违约掉期交易是“无实体的”（naked），即信贷违约掉期的买方并无基础资产的所有权，因此其购买信贷违约掉期主要是进行金融投机而非对冲风险。

资产证券化的推出是为了减少和分散风险，而信贷违约掉期的初衷也是对风险进行保险。但是这些工具最终都使风险更加集中化。同样的问题也存在于银行所交易的其他类型的金融衍生产品中。其中，利率和外汇远期合约（forward agreement）、互换和期权市场尤为活跃。同样，这类市场背后众所周知的逻辑也是降低风险。企业可以通过与银行签订利率或外汇合约，锁定特定的利率水平或汇率水平，从而降低风险。理论上，从银行角度而言，衍生品交易能够在无风险情况下实现盈利。其营利性源于银行可以对衍生品交易收取安排费。同时，交易可以是无风险的，原因是银行可以与其他对手方进行一系列的交易从而平盘。但在实践中，实际情况有所不同。原因是利率和外汇交易同样为银行提供了投机的方式，即银行能够通过与其他银行、投资者或金融机构

进行交易，对未来价格的走势进行投机。截至2008年6月，外汇衍生品合约的总市场价值约为1.2万亿美元，利率衍生品合约的价值约为4.8万亿美元（IMF，2009b，第70页）。根据邓肯（Duncan，2009，第271页）的观察，在金融危机前的市场鼎盛时期，全球衍生品市场的名义价值超过了过去20年地球上生产出的全部商品的市场价值。换而言之，市场上交易的衍生品并不是被简单地用作对冲交易风险。根据评级公司惠誉（2006，第9页）的一项调查显示，在当时的市场上，90%的市场参与者，其主要或主动的动机为投机性交易。

可以肯定的是，金融交易绝不是21世纪的创新。早在18世纪，在萌芽期的阿姆斯特丹股票市场上，衍生品交易和“卖空”（short selling）已经成为股票交易的显著特点（N.Ferguson，2008，第138页）。长期以来，金融市场上的短期交易已为投资银行带来了间续性的丰厚收益（Mallaby，2010）。上述类型的交易，以及为客户提供并购咨询、外汇交易和其他服务，共同构成了投资银行的主要业务，这些投资银行包括美国的雷曼兄弟和高盛，以及英国的商人银行（merchant banks），如施罗德投资（Schroders）和巴林银行（Barings）。但是，此次金融危机前出现了一个新的趋势，即最大型投资银行和许多商业银行的业务战略都越来越侧重于交易业务，而这类业务过去仅为边缘型的业务。资产证券化的发展和衍生品交易的激增，表明英美核心金融市场的银行，其经营战略发生了历史性的转变，倾向于追求高风险/高收益的模式（Crotty，2009；Gowan，2009）。例如，美林的交易业务和资本投资（principal investment，利用其自有资金而非客户或外部投资者资金进行风险投资）产生的收入在税前收入中的占比从1997年的47%增加至2007年的55%。而在高盛，这一比例从1997年的39%增长至2007年的68%。雷曼兄弟则从32%增长至80%（Crotty，2009，第18页；McGee，2010；第128—129页；FCIC，2011，第66页）。整体而言，从1984年到2006年，英美银行业的非利息收入占比从24%增长至48%（OECD，2011）。借用某位银行高管的陈述，衍生品交易已成为“银行的基础业务”（转引自McLean and Nocera，2010，第53页）。第三章将阐述抵押

债务凭证、信贷违约掉期和其他衍生品的增长如何改变了英美大型银行的资产负债表。以苏格兰皇家银行为例，衍生品在其总资产中的占比在2000年为12%，到2007年已经增长为41%。在2005年和2006年，衍生品交易在该行利润中的贡献率为30%。整体而言，大型复杂金融机构交易账户资产在总资产中的占比从2000年的21%增长至2008年的45%（Haldane，Brennan and Madouros，2010，第92页）。从绝对规模来看，银行的传统信贷也有所增长。例如，苏格兰皇家银行的贷款余额从2000年的1350亿英镑增长至2007年的8350亿英镑。但同时贷款余额在总资产中的占比从2000年的55%降至2007年的37%。在巴克莱银行，这一占比到2008年已降至22%。

杠杆和融资

市场竞争加剧，传统对公信贷和住房抵押贷款业务的边际利润不断下降，银行高管在此刺激下，通过资产证券化和金融交易来重构其资产负债表。竞争还刺激银行增加资产负债表的整体规模。资产证券化和衍生品交易对银行而言收益颇丰。但同时，这些业务的边际利润低，需要依赖规模交易。在《巨大的自满之后》（*After the Great Complacence*）一书中，作者恩格伦等人（Engelen，et al，2011，第108—110页）指出英国最大型银行的资产收益率在金融繁荣期为0.5%—1.5%之间。因此，为大幅增加利润，银行需要增加资产负债表的整体规模，也就是增加其资产和负债总额。阿查亚和库利等人（Acharya，Cooley，et al，2009，第286页）估计，仅从2004—2007年间，全球银行业的资产负债表规模就实现了翻番。英国前五大银行的总资产在1990年为820亿英镑[注]，而2007年为1.3万亿英镑，增长了1500%。美国最大10家银行的资产总市值在2000年为4.305987万亿美元，到2006年增加到9.538814万亿美元，增长两倍多。我们在第三章将对单个银行资产负债表的增长提供更为详细的信息。

银行实现增长的一个途径为补充资本，但是银行并未这样做。霍尔丹和亚力山德里（Haldane and Alessandri，2009，第2页）的研究显示，在整个20世纪期间，英国主要银行的资本反而降低了80%。正如图2.1所示，在危机前的10年中，欧美大型银行的杠杆大幅上升。商业银行通过加杠杆实现的快速增长，以及资本的严重下降，都意味着风险负担将由国家而非银行承担。但同时，银行却私自占有极高的收益。

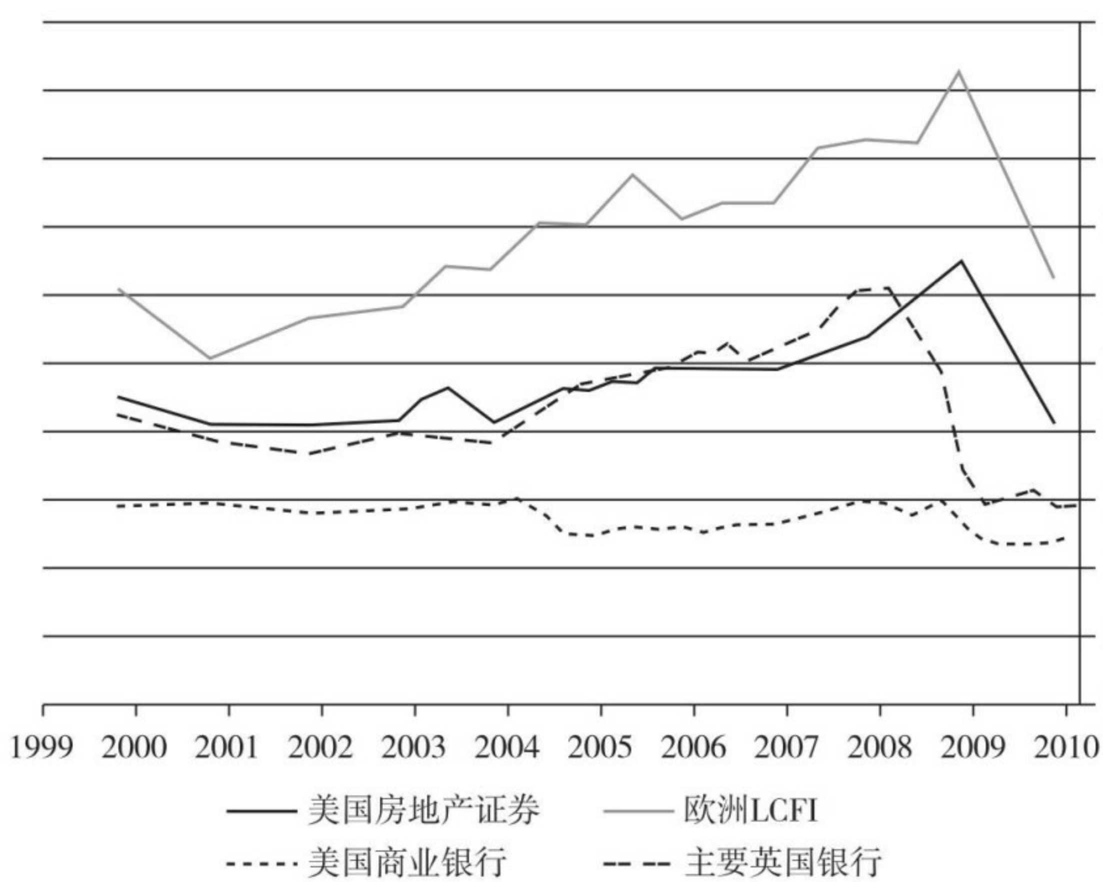


图2.1 大型复杂金融机构（LCFI）的杠杆

杠杆率[注]=资产/（总股东权益-少数股东权益）

数据来源：彭博数据库（Bloomberg），公开的会计报表，以及根据银行公开数据计算

资料来源：Andrew Haldane, Simon Brennan, and Vasileios Madouros, “What Is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage?”, in The Future of Finance: The LSE Report, ed.Adair Turner et al.(London: London School of Economics and Political Science, 2010), chart 24, p.15

对于银行而言，高杠杆十分具有吸引力，因为在金融繁荣期和资产

价格上升期，在给定的投资水平下，杠杆能够放大收益。正如房地产抵押贷款的贷款人首付越低，当房价上涨时其能获得的收益越高，同理，高杠杆使银行能增加利润总水平，特别是即使资产收益率相对较低，净资产收益率仍能达到较高水平。这一点十分重要，因为我们所看到的，银行高管的奖金经常是和净资产收益率而非盈利总水平挂钩。因此，高杠杆水平和资产证券化以及金融交易密切相关。银行杠杆水平的最快增长期，恰恰是银行交易性资产比例最高的时期，这并不是巧合（Haldane and Alessandri，2009，第5页；ICB，2011，第10页）。

但是，更高的杠杆在银行体系中是一种附加风险来源，因为它在扩大收益的同时也会扩大损失。对于单体银行而言，高杠杆是关键的风险来源。在30 ：1（资产 ：资本）的杠杆水平下，资产价格下降3%就足以导致银行技术性破产（Stiglitz，2009，第331页）。正如格林斯潘（2013）指出的，“回顾过去，有一点现在十分明确，即在2008年危机前，商业银行特别是投资银行持有的用来抵御危机的资本是不充足的”。

图2.1中有趣的一点在于，美国商业银行体系的杠杆水平显然十分稳定。但这一点是令人误解的。在美国，证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，SEC）[注]持续实施比英国和欧洲更加严厉的银行资本要求。但是，根据美国的会计准则，银行在其结构性投资载体等各类表外实体持有的资产，均不计入银行的资产（Acharya，Wachtel and Walter，2009，第366页）。为了扩大市场和规避监管，美国银行家和金融家利用结构性投资载体和其他形式的表外通道来持有证券化资产。花旗集团创建了七个“影子银行”或结构性投资载体，并借此持有超过1000亿美元的资产。据纽约联储估计，2007年结构性投资载体共持有2.2万亿美元的资产（Tett，2009，第263页）。而且，《巴塞尔协议Ⅰ》的监管规则（第一章已阐述）进一步推动了资产证券化，原因是其允许银行对表外资产减持资本。如果银行的融资渠道是依赖存款或长期融资，则银行需要持有资本。但是这一要求并不适用于银行出资设立的

结构性投资载体，这些结构性投资载体通过短期甚至隔夜融资来购买抵押债务凭证或其他资产。因此，银行在计算资本要求时并未将结构性投资载体的权益计算在内，因为它应被视为一种负债而非资产（Acharya and Richardson，2009；Acharya and Schnabl，2009，第89页）。这些影子银行名义上独立于其母公司。它们从批发融资市场上借入资金，并用来购买和持有抵押债务凭证和其他资产。但实际上，为了能够融到资金购买证券化资产（经常是从其母行购买），这些影子银行需要有评级公司的AAA评级，因此需要由母行为其债务提供担保。这就意味着如果这些影子银行持有的资产价格开始下降导致影子银行无法偿还债务，其母行将被迫将这些渠道性的机构的资产转入银行资产负债表内。而且，银行也会自觉要承担这些结构性投资载体的损失，以避免声誉受损（Barwell，2013，第14页）。

全球影子银行的总资产规模从2002年的26万亿美元增长到2007年的62万亿美元，其中包括非储蓄性银行、对冲基金、特殊目的载体（special purpose vehicles）、结构性投资载体和资产支持的商业票据通道等机构（FSB，2012a）。为追求税赋和监管最小化，多数影子银行都注册在开曼群岛、泽西岛和卢森堡等离岸金融中心。仅花旗集团就有472家下属公司设立在这些避税天堂（Shaxon，2011）。国际货币基金组织（2010）的研究表明，这些离岸中心不仅为资产提供了安全港，还充当了不同在岸金融中心大型银行间的纽带。这些离岸金融中心的机构持有全球超过半数的跨境资产和负债（Palan，Murphy and Chavagneux，2010，第25—27页）。开曼群岛是美国抵押贷款支持证券的最大海外持有地（Lane and Milesi-Ferretti，2010a，第3页）。里克森（Rixen，2013）在引用这些数字时指出，离岸金融中心的存在通过多种方式增加了风险，并成为导致2008年金融危机爆发的原因之一。一是离岸金融中心使银行更容易通过结构性投资载体来实施资产证券化；二是离岸金融中心为金融机构向监管者掩盖风险创造了条件；三是其零税率或低税率政策增加了利润边际，推动机构承担更大风险；四是机构通过将结构性投资载体设在避税天堂，可以规避对证券化基础信贷资产的

质量要求；最后，离岸金融中心的税收优惠鼓励银行通过负债而非资本来为其交易融资。

在金融繁荣期，银行还有一个可能的途径来购买更多资产并增加其杠杆，即在资产负债表的负债端吸收更多存款。但是，当债务水平不断上升，平均储蓄持续下降，且银行面临来自养老基金和货币市场基金对个人和企业存款的竞争，很多银行很难吸收更多的存款。对美国最大型的投资银行而言，这种情况最为明显，因为投资银行通常在没有存款基础的情况下经营，但是连英美的大型商业银行也同样如此。根据英国金融服务局（Financial Services Authority，FSA）的估计，英国主要银行的“客户融资缺口”（customer funding gap）[注]从2000年的10亿英镑，猛增到2006年的6000亿英镑（FSA，2011，第46页）。作为存款的替代，银行从批发融资市场上的借款不断增加。到2007年，英国银行信贷50%的资金源于短期批发融资市场（Milne，2009，第30页）。据估计，到2008年夏，美国前十大商业银行和投资银行的短期融资超过2.6万亿美元。短期资金有时直接拆自国内外的养老基金或货币市场基金，并以每月、每周甚至每日为期限进行滚动。上述银行还从回购协议市场融资，利用借入的资金购买证券，再以这些证券作为抵押进行借款，这种融资方式在资产价格不断上涨的市场上才能得以维持。截至2008年夏，美国市场上50%的杠杆增长均源于这种风险极高的融资方式。

结构的奴隶：系统性风险

在此次金融危机前，一般证券化信贷产品，尤其是信贷违约掉期的交易价格急剧上涨。但是当市场转向、资产价格下降时，这意味着突然之间，银行将不得不下调其资产负债表上的资产价值。即使在最为严重的经济衰退下，实体经济的资产价值一年之内不可能下跌20%，但是对于证券化资产而言，其价值在几天之间就能大幅下降。而且对于银行资

产负债表上的那些AAA评级的高层级抵押债务凭证而言，情况更是如此，因为此前这种产品被认为是实质上无风险的。而且，由于此类证券国际性交易的兴起，很多银行、金融机构，以及其他类型的国际投资者，都暴露在风险之中。

早在2006年和2007年初，危机已初现端倪，当时美国房地产市场泡沫已开始破裂，亚利桑那、加利福尼亚、佛罗里达和内华达等州房地产价格下降，同时住房抵押贷款的违约率开始上升（FCIC，2011，第87页）。低利率和房地产价格上涨刺激了次级贷款的发放，房地产价格上涨，意味着住房抵押贷款人在无法偿还当前债务时，能够以更高的房地产价格进行再融资或出售。

国际宏观经济失衡以及信贷流动也是当时重要的市场环境因素（Wolf，2009）。信贷资金从高储蓄的顺差国流向包括英美在内的逆差国，反映了国际贸易和储蓄的严重失衡（Bernanke，2005）。一个主要的资金来源地是中国。中国政府为了避免将储蓄在国内进行投资可能引发通货膨胀率失控的风险，决定将贸易和储蓄盈余投资海外，购买美国国债、公司债和银行债，在美国储蓄不足的情况下为美国投资提供资金（Wade，2009a，2009b）。而这导致了高额的中国经常账户顺差。资金不再是从发达国家流向发展中国家，而是反方向流动。来自中国和其他顺差国家的储蓄助长了西方的信贷泡沫，越来越多的低价资金追逐着西方国家有限的投资机会。这些储蓄中的大部分投资于美国国债，从而将其他投资者挤至其他资产。正如巴韦尔（Barwell，2013，第17页）提到的，“资金洪流推动了国际银行体系和资产证券化市场互相交织，快速增长”。来源于中国等国家的充足信贷和低价进口产品还有助于抑制西方主要国家的通胀水平和利率水平。此外，还有一个重要因素是，21世纪初，格林斯潘时期美联储的超低息货币政策。这一政策降低了信贷成本，从而刺激了住房抵押贷款和信贷市场的繁荣。通过所谓的套利交易（carry trade），低息的美国资金还流入了英国和欧洲等海外市场进行投资。美国次级住房抵押贷款市场开始于20世纪80年代，在2001年实

现了腾飞式发展，当时，在互联网泡沫破裂和“9·11”袭击之后，利率水平降至1%。在此环境中，银行交易员能投资于更高收益的证券，通过信贷违约掉期等信用衍生品对冲风险，然后坐享收益。

但是到2005年，面对通货膨胀率上升，利率水平突然调升至3%，到2006年再次调升至5%左右。这是继20世纪80年代初，美联储应对“大通胀”的升息政策之后，基准利率的最大幅度上调。利率上升影响了成千上万的住房抵押贷款人，其中多数为次级住房抵押贷款的借款人，他们购买了以较低初始利率为特点的“诱惑性”贷款（“teaser loans”），而这些贷款大多将在2006年调整至较高的利率水平。随着贷款利率调整时间的来临以及官方基准利率的增长，很多住房抵押贷款人难以偿还贷款，而此时贷款价值已高于房地产价值。很多房屋所有者通过利用“无追索权”（without recourse）注条款免于破产，他们放弃了房屋并不再偿还住房抵押贷款。当房屋被贷款机构收回并重新销售时，房地产市场供给开始严重超过实际需求，价格进一步下跌。在2005年到2007年间，住房投资下降了84%（M.Lewis，2010，第85页）。不出所料，房地产泡沫破裂的第一批商业受害者是房地产中介和住房抵押贷款发放者。以一家位于加利福尼亚州的房地产投资信托公司“新世纪公司”（New Century）为例，其在2006年12月末雇用了7000名员工，公司市值为17亿美元。然而，该公司近17%的住房抵押贷款在发放后三个月出现违约（FCIC，2011，第157页）。2007年3月，该公司宣布出现偿付困难。2007年4月，该公司宣布破产。而数以百家同类公司也相继遭遇相同的命运。

此时，在2007年头几个月中，经济学家和决策者们普遍认为房地产市场的暂时调整对整体经济的影响很小。在此期间，美联储（2007a）仍认为，美国经济面临的首要挑战是通货膨胀。美联储新主席伯南克（Ben Bernanke）2007年初向国会表示，“次贷市场上的问题对更大范围内的经济和金融市场的影响是可控的”（FCIC，2011，第234页）。同样，前美国财长保尔森（Hank Paulson）认为次级住房抵押贷款市场的

崩溃不会“对整体经济有任何威胁”（转引自Roubini and Mihm，2010，第15页）。虽然市场普遍认为银行面临房地产市场相关的损失，但是在当时，尚无恐慌。

政治家、银行和监管者之所以能维持信心，原因之一在于当时经济基础指标仍是正面的。2007年美国经济年增长率为2%，虽然低于2005年和2006年3.2%的增长率水平，但仍处于较好水平。英国也存在类似情况，2007年经济年增长率为3.1%。尽管房地产市场存在问题已成为共识，但人们相信问题仅限于次级住房抵押贷款。2007年，次级住房抵押贷款市场规模约为1.4万亿美元，其中很大一部分资产已被证券化。但是，这一市场存在严重缺陷。资产证券化流程链意味着贷款发起人迅速将住房抵押贷款转移给了商业银行和投资银行。这就意味着，无论是借款人（受益于“无追索权”条款）、住房抵押贷款发起机构，还是银行，都没有很强的动机去确保抵押贷款还款计划的合理性。掠夺性的（如果尚不能称之为犯罪性的）贷款行为比比皆是（FCIC，2011，第10—11页）。正如我们将在第五章和第六章中看到，当时，英美主要市场众多银行的执行官们认为，次级住房抵押证券只是资产证券化市场的一小部分，在资产证券化市场中，证券资产和相关的风险已被分散到整个金融体系，而剩余风险也通过反向交易或保险措施进行了对冲。这里唯一正确的判断就是次级住房抵押贷款市场是全部资产证券化市场中很小的一部分。米尔恩（Milne，2009，第64页）估计，在资产证券化市场中，次级住房抵押贷款证券规模约为8000亿美元。但整体结构化信贷市场规模远超于此，2006年已超过11万亿美元，其中包括与次级住房抵押贷款市场几乎无关联的资产支持证券，以及约6万亿美元的抵押贷款支持证券，后者的发行方为美国住房抵押贷款巨头——房利美和房地美。大多数抵押贷款支持证券是相对安全的，因为房利美和房地美享受政府的隐性担保。

2007年夏，已有迹象显示房地产下行可能引致全面的金融危机，当时，美国投资银行贝尔斯登和法国巴黎银行（BNP Paribas）旗下的多个

对冲基金宣布，其对美国房地产市场的证券投资遭受了巨额损失。值得关注的是，损失还包括一些被评级公司评为AAA级的资产上的损失，而后者的安全性本应和美国国债相当。2008年10月，国际货币基金组织估计，次级住房抵押证券市场的公开损失在5000亿美元左右（Admati and Hellwig，2013，第60页）。米尔恩（2009，第65页）估计，银行资产负债表上相对安全的证券还可能发生约4.8万亿美元的损失，因为市场信心的丧失导致了其流动性的丧失。5000亿美元的实际损失水平听上去是个大数字，但应比较来看这一数据：5000亿美元的损失远小于21世纪初互联网泡沫破灭带来的损失，当时美国股权市场损失了近5万亿美元（Bernanke，2012）。而且，与摩根大通银行和花旗集团超过2万亿美元的资产负债表的银行相比，5000亿美元的损失也不算大。奥纳兰和皮尔逊（Onaran and Pierson，2008）指出，次级住房抵押贷款市场的总损失只相当于美国股票市场的平均日收益或日损失。伯南克告诉美国金融危机调查委员会（Financial Crisis Inquiry Commission，2011，第27页），“次级住房抵押贷款本身的损失规模不足以解释此后危机的严重程度”（次级住房抵押贷款损失的相对严重程度及其影响，还可以参见Dodd and Mills，2008）。

这就引出了一个关键的问题，为什么相对较小的损失额会引发全面的金融危机。答案是银行家和金融家处于系统性风险这一结构性环境中。正如英国商务大臣温斯·凯博（Vince Cable，2009，第33页）所言，次贷危机是“炸弹的导火索”，而炸弹实际上就是系统性风险：即市场上相对较小的扰动就能引发较大的连锁反应或一连串的破产，从而冲击整个金融体系（Haldane and May，2011）。这是金融体系的结构化特征，但是其基本机制是行为动能（behavioral dynamics）和市场恐慌，在复杂且高度关联的金融市场上，如前文所述，银行业资产负债表2/3的增长源于金融体系内部不断增长的债务（Haldane and May，2011，第351页）。

系统性风险及其影响主要体现在两个方面：第一，很多非常规证券

产品的信息不对称、透明度低，以及“几乎无法理解的复杂性”（Greenspan，2013，第46页），使金融市场极度脆弱。最大型的投资银行和商业银行纷纷起用物理学和数学博士担任所谓的数量分析师，以协助开发和构建复杂的新型证券。这样针对同一基础资产，能够进行多重下注，因此相关的风险和不确定性迅速扩大。新型资产证券化产品的复杂性导致了信息透明度的缺失，这一情况逐渐影响整个市场。其产品说明书经常多达几百页，“使用只有证券律师才真正喜欢的、几乎无法理解的语言”（W.Cohan，2011，第480页）。这种复杂性意味着评级机构和风险经理很难准确评估这些产品的风险（Crotty，2009，第567页）。因此，这类产品引发的损失最为严重（Milne，2009，第165页）。

一旦市场下行趋势趋于明朗，投资者开始担心市场反应和交易对手方的风险，这也反映出市场互动效应是金融体系的一个关键的结构性特点。市场担忧和不确定性的增加意味着，投资者逐渐无法辨别证券的安全与否（Milne，2009，第64—65页），在这种情形下，不断增长的市场恐慌情绪和资产价格跳水将很快摧毁整个资产证券化市场。金融市场和投资者情绪遭受突然打击，从欢欣鼓舞到极度恐慌，伴随着短视和羊群行为，这些金融市场的行为特点现在已广为人知，这一点我们已在第一章中进行了阐述。尽管与次贷市场相比，住房抵押贷款和资产支持证券市场的整体规模要大得多，而且大量的住房抵押贷款和资产支持证券是相对安全的，但市场仍陷入了恐慌之中。正是市场恐慌，而非有毒资产（toxic assets）本身带来的损失最终破坏并几乎摧毁了金融体系（Milne，2009，第25页）。损失最初仅发生于次级住房抵押贷款证券，但很快扩大为市场信任的缺失和对整个结构性信贷产品市场的恐慌情绪。而市场对于这些产品的有限认知是推动恐慌情绪的一个因素。而且，由于投资者不确定在危机中哪些银行遭受的损失最为严重，因此情况愈加恶化。全球有近700万亿美元的衍生产品交易，其中大约80%是通过场外市场（OTC）交易的，也就是说，这些交易是在银行或其他实体间的双边保密性交易，并不集中在交易所注册（Crotty，2009，第566

页）。这就导致了不透明的市场。正如泰德（2010，第126页）所言："到2005年，复杂的信贷产品发展迅猛，而且银行处于同业激烈竞争的环境中，以至于对自身开展了多少抵押债务凭证或信贷违约掉期业务，银行间是相对保密的。这就使得外部人士很难追踪到这一市场发展的程度。"此外，在不同的证券和细分市场上还存在着甚至更为复杂的市场关联和潜在的违约相关性，这几乎不可能被理解或模拟。对于损失发生在哪些机构的不确定性产生了直接和放大效果，导致投资者信心严重受挫，并最终使得所有形式的结构性证券产品的市场交易降至冰点。

此时，大量不同评级的证券化资产的市场价值开始下跌，甚至是暴跌。全球金融市场陷入价格下跌的恶性循环之中。越来越多的银行、对冲基金、保险和共同基金开始宣布其持有的住房抵押贷款支持证券和其他资产发生了损失。随着损失不断扩大，投资者们有理由相信，以公司债、信用卡贷款等资产为基础资产的其他产品及其分级后的产品，也存在市场价格高估的可能性。当评级机构开始大幅调低这些产品的评级后，大型机构投资者为满足持有AAA评级资产的合规要求，几乎同时出售手中持有的这些已不再享有AAA评级的产品，这一行为使市场价格进一步下降。

金融市场特别容易发生连锁反应和传染效应。这源于市场的不确定性和羊群效应，以及全球金融市场的高度相关性。尽管英美两国的银行在资产证券化产品方面逐步转变为"发起并持有"模式，但是仍有大量抵押债务凭证和其他证券销售给了银行、企业、高校和外国政府。实际上，美国银行业过去持续将风险较高的证券（危机中首先出现高额损失的证券）销售给海外投资者。据估计，美国金融机构发行的大约40%—50%的证券最终出现在海外投资者的资产组合中（Roubini and Mihm，2010，第81页）。当这些证券的市场价格开始下跌，评级公司降低了它们的评级。2007年，20%的美国抵押贷款支持证券产品被降级。2008年，91%的证券产品被降级（FCIC，2011，第148—149页）。银行逐渐发现已无法将证券产品销售给其他投资者，而且在当时银行自身的资产

负债表已经十分脆弱，银行也不愿意持有这些证券。随着市场交易量蒸发，对这些证券化资产的估值变得日益困难。

证券化资产的贬值很快成为银行和其他资产持有人面临的主要问题。根据银行家和投资者此前的假设，评级公司对证券化产品的乐观评级是正确的，而且风险能够通过对冲或购买保险工具进行抵消。但是，这些评级是错误的，特别是对非常规产品的评级，此外，对于信贷违约掉期市场，随着保险公司巨头美国国际集团在危机中面临巨额索赔而失去了偿还能力，信贷违约掉期市场也随之崩塌。银行内部的风险管理人员也忽略了这一市场极端情况，即各类资产价格的同步下跌所带来的灾难性后果。此时银行不得不极力弥补损失并进行募资。在危机前，银行降低了其资本规模，只持有极为有限的资本来应对资产负债表上的非预期损失。而且，大多数的影子银行实际上在无自有资本的情况下运行。格林斯潘（2013）曾在比较互联网泡沫和2008年金融危机时指出，两者关键的不同之处在于，互联网泡沫的大规模损失并未发生在以负债经营为特点的金融企业中："假设2008年时的情形与互联网泡沫时类似，抵押贷款支持证券的持有者是不使用杠杆的机构，例如定投养老基金（defined contribution pension funds）和共同基金，虽然这些基金也会因价格下跌发生大规模损失，但是因债务违约而引发的破产会少得多。"很多银行通过补充资本来支撑其资产负债表。新加坡政府投资公司购买了花旗集团68亿美元的股票以及瑞士银行9%的股权。另外一家新加坡基金淡马锡购买了美林10%的股权。中国投资有限责任公司向摩根士丹利发放55亿美元的信贷。阿布扎比投资集团（Abu Dhabi Investment Group）向花旗集团投资75亿美元，科威特投资公司（Kuwait Investment Company）向美林投资66亿美元，卡塔尔投资集团（Qatar Investment Group）向巴克莱集团投资17亿英镑。但这些行为仍不足以救市，银行的股票价格仍在下跌，一些银行为此甩卖资产，使得市场价格进一步下行。

在这一环境中，银行的融资压力使得市场越发关注银行的杠杆问题

和对批发融资市场的依赖。之前，银行经营呈现严重的期限不匹配：通过短期借款来持有长期资产。短期融资市场的巨大敞口迅速成为第二大结构性挑战或系统性风险来源。随着危机升级，担忧和最终产生的恐慌情绪在短期融资市场上蔓延。最大型银行间的相互关联性，特别是银行同业间以及银行从其他实体融资的各种渠道，都意味着任意一家银行的脆弱性都将对整个银行业带来系统性风险。市场恐慌情绪迅速导致全面的流动性危机，并开始拖垮银行。“这不亚于对整个全球银行体系进行挤兑”（Milne，2009，第52页）。银行曾认为，只要有需要，就可以通过在市场上销售证券来管理杠杆风险，而市场则可以始终维持流动性。曾任职于英格兰银行的查尔斯·古德哈特（Charles Goodhart）表示，当时市场上的主流观点是“总可以获得融资以持有资产……短期融资市场、银行间市场和资产抵押商业票据市场等，总是开放的，可以入场交易的”（引自Crotty，2009，第567页）。这种观点后来被证明是完全错误的。融资市场在恐慌情绪中失去了流动性。正如马克·布莱斯（Mark Blyth，2013，第31页）所述，“由于大量投资者寻求安全的流动性资产未果，导致危机在全球蔓延。正如一国出口依赖于另一国的进口，一家银行的流动性也取决于另一家银行是否愿意放弃流动性，而在当时，没有一家银行愿意降低流动性”。当抵押贷款支持证券和其他证券市场崩溃，这些证券产品丧失流动性时，银行迅速陷入短期融资市场的流动性紧缩中。银行无法获得短期融资是一些银行破产的直接原因，例如英国的北岩银行，美国的贝尔斯登和雷曼兄弟。因此，资产危机和流动性危机是相互联系的。最初的资产危机规模有限，但是市场恐慌情绪将其大幅放大，之后由于对信贷市场的恐慌情绪以及最终形成的信贷紧缩，银行再遭重创。正如伯南克评论道：“次贷危机触发了更大范围的信贷收缩和风险规避行为。范围之大超出我的预期。最重要的一点在于，包括我们在内的所有人都未真正理解银行和表外通道、复杂的信贷衍生产品，以及所有其他后续的关联情况”（转引自Wessel，2010，第129页）。在此次危机中，银行和变动金融机构相对更为广泛的市场的敞口水平和其他后续的关联情况的严重程度远超出此前历次危机，反映出更

高的系统性风险。米尔恩（2009，第37、39页）指出，这也是此次危机的“显著”特点，其中，投资者的恐慌情绪以及“热钱”的撤离大幅放大了市场下行趋势，远甚于此前的历次金融危机。

在危机期间，杠杆扩大了银行的损失规模，这意味着很多银行由于其交易业务的损失实际上已经资不抵债，但此时这些银行的其他业务仍然是盈利的。随着银行资产负债表上资产价格的下跌，银行的股票价格也开始下降。而且众多银行不得不在下跌的市场中同步出售其资产进行融资，但众多银行几乎同时的出售行为，使得结构性周期进一步恶化。通过出售资产来对资产负债表进行调整是一种常见的做法，但是当市场上的所有人同时使用这一策略时，其有效性将大打折扣。而且，一些制度性安排的存在使情况更加糟糕，例如盯市（mark-to-market）的会计准则，迫使银行基于当前的市场价格对其交易账户资产重新估值。这一准则的意义在于防范银行通过对资产过高估价来向股东掩盖损失（S.Ryan，2009）。在经济繁荣期，盯市规则允许银行通过不断重新估值来提高其资产价值（Gowan，2009），但是在经济下行期，银行被迫在市场下行时出售资产，这是监管顺周期性效应的一个典型例子（J.Friedman，2009，第168页）。另外一个监管顺周期性的例子是银行的最低资本充足率要求。为了满足最低监管要求，银行需要筹集更多的资本（这在危机时期并不容易）或者调整其持有的资产，这常常迫使银行出售资产。当资金融出方如货币市场基金，也开始遭遇挤兑时，市场的恶性循环进一步加剧。

2008年初，谣言初起，称两家美国投资银行贝尔斯登和雷曼兄弟持有的资产价格大幅下跌，导致资金短缺和濒临倒闭。这些谣言是有依据的。当时大量的大型投资银行和商业银行遭受高额损失。而且，这些谣言的确具有自我实现的特点。货币市场基金等批发融资市场贷款人开始收回对这些银行的借款，并提高对银行借款的利息。此时，银行的资产负债表上出现了“流动性黑洞”（liquidity black hole）（Persaud，2003）。对冲基金的交易员看准银行的这一弱点，开始卖空银行股，使

得银行股价进一步下挫。

2008年3月贝尔斯登破产，摩根大通银行低价将其购入。美国财政部对这一收购交易提供了补贴，用时任纽约联储主席盖特纳（Timothy Geithner）的话来说，政府担心“贝尔斯登突如其来的和无序的破产将对金融体系产生系统性风险，并扩大到经济增长的下行风险”（W.Cohan，2009，第99页）。政府不仅准备好救助吸收存款的商业银行，还会救助投资银行，这一令人吃惊的消息并没有提振市场信心。银行的股价仍在下跌，同时短期融资市场已无交易。这是2007—2008年金融危机的重要特点。除了英国北岩银行和美国美联银行这些特殊案例外，2008年的危机不同于20世纪30年代的危机，并未出现储户挤兑银行的特征。其原因在于最初银行的储户们大都不知晓此次危机的规模，此外，政府的存款保险计划也削弱了储户竞相去银行提款的动机。相反，是批发融资市场的失效推动了2008年的这次危机（Brunnermeier，2009；Diamond and Rajan，2009；Gorton，2009)。根据罗特诺夫斯基等人（Huang and Ratnovski，2011）的论证，要预测银行在2008年危机期间的总损失，最佳指标是银行对批发融资市场的依赖程度。

2008年9月15日，危机迎来了重要时刻，雷曼兄弟，一家有着6000亿美元资产和2.5万名员工的投资银行，在与巴克莱集团的收购谈判失败后，不得不宣布破产（Mishkin，2009，第4页）。美国政府由于之前救助贝尔斯登后饱受政治批评，此时决定不再救助雷曼兄弟。但是，商业银行花旗集团却遭遇了美国有史以来最大规模的单家公司损失，其2008年损失高达280亿美元，只能通过纳税人资金的多轮注资，才得以度过危机。市场反应十分激烈，投资者争相撤回对银行的投资，几乎无一银行幸免。紧接着，保险业巨头美国国际集团、美国政府支持的两家抵押贷款提供商房利美和房地美，以及华盛顿互惠银行（Washington Mutual）和美林，都被接管或国有化。在英国和欧洲，苏格兰皇家银行（RBS）、英国哈里法克斯银行（HBOS）、英国布拉德福德和宾利银

行（Bradford and Bingley）、荷兰富通集团（Fortis）、比利时德克夏银行（Dexia）、德国巴伐利亚州银行（Bayern Landesbank）和荷兰安智银行（ING）或宣布破产，或通过政府牵线被收购而免于破产。

2008年9月和10月，多国政府协同性措施的出台，才使金融市场恢复了表面的秩序，这些措施包括降息、为银行存款和银行短期市场融资提供担保、购买银行“有毒”资产、向银行注资以及用现金置换出银行安全性日益降低的资产（相关整体情况，可参考Claessens，et al，2009，第20页）。这些救助性措施的成本达到了天文数字。国际货币基金组织（2009a）在2009年6月估计，在2008年最后几个月和2009年最初几个月，随着美国财政部宣布对花旗集团的第二次一揽子救助措施，英国政府公布其资产保护计划（Asset Protection Scheme），二十国集团（G20）国家为了采取救助性措施而承担的平均成本约为各国GDP的32%，而英美两国的这一比例超过了80%。

银行业危机对实体经济的直接影响就是银行信贷投放和实际投资的减少。尽管危机后政府降低了利率水平并大范围地向银行施以援助，但银行为了调整其资产负债表，减少了信贷投放。信贷水平一直未回复到危机前的水平。银行为了强化资产负债表并降低杠杆水平，或提高了贷款利率，或减少了信贷，或者要求借款人提供更多的贷款抵押。在英国，新增企业信贷从2007年的800亿英镑降至2008年的500亿英镑。到2009年，由于银行收回存量贷款和不良贷款并减少新的信贷发放，净信贷投放降至负500亿美元（HM Treasury，2010，第17页）。而且，由于消费者纷纷减少其负债，导致了交易和投资的大幅下降。银行危机对于实体经济更长期的影响是政府财政危机和严重的经济萧条。政府通过借钱来救助银行和采取经济刺激计划。在美国，中央政府的负债与GDP之比从2007年的35%增长到2010年的61%。而在英国，同一时期内，政府负债与GDP之比从42%增长至85%。在2009年初，政府从市场上融资很少遇到困难。当时，投资者对金融市场的其他投资战战兢兢，却愿意接受利率相对较低但安全性更高的政府债券。但到2010年初，市场情绪发

生了改变，投资者担忧某些政府不能偿还债务并违约的可能性。市场的关注点首先集中在希腊，其在危机前就有极高的公共债务水平，到2010年该国公共债务与GDP之比已高达150%。这种对违约的担忧经常演变为自我实现的预言。对政府信心的减退始于希腊，接着是葡萄牙、西班牙和意大利，于是这些国家政府债务的利率飙升。随着政府的日常支出中利息支出的比例越来越高，这些政府违约的可能性也在增长。为了安抚市场对政府债务的担忧情绪，政府开始削减预算。同时，消费和投资随之下滑，经济又被拉回衰退的轨道中。

系统性风险和生态系统的力量

银行家和金融家创造了脆弱的资产负债结构，但他们不理解也无法控制其最终的后果。此次危机由系统性风险推动，危机实际上关乎市场参与者在结构性环境中的判断决策（恐慌情绪和羊群行为），这一环境高度依赖银行间负债，且存在复杂的金融关联性。这是行为人与结构背景互动的一种经典形态。那么我们如何来将这种互动理论化呢？

麦克阿尤拉（McAnulla，2005，第32页）认为“因果关系可以独立于我们的认知之外存在”。正如前文所述，系统性风险作为一个结构性参数，虽然影响了市场参与者，但是市场参与者无法直接识别或理解系统性风险的存在和其产生的最终影响。但阿彻（2000，第465页）认为，结构总是需要通过行为人作为中介才得以实现：“只有通过人们的行为作为中介，结构才能发挥效果。如果没有社会互动，结构只能是相关的因素而永远无法成为具体的实体（reified entities）。”这就引出了一个问题，即行为人在未能充分理解的情况下，如何传导或实现结构化的效果。

这里行为人和结构之间的关系是什么？事实上，我们的行为人并不完全理解自己所创造的体系的特点，特别是体系的脆弱性。但是，他们

深知，一旦资产价格开始下跌，他们的资产负债表和偿付能力将受到威胁。之后行为人之间的市场互动导致资产价格进一步下降，因为行为人同时卖出资产以获得更多的资金来源。此时行为人开始担忧债务敞口与对手方风险，这进一步导致信贷市场降至冰点。最终，在高度依赖银行间负债，且存在复杂的金融相关性的结构性环境中，正是行为人的恐慌情绪和羊群行为推升了流动性危机，并扩大了整个金融危机的范围。行为人的能动性所产生的结构性后果源于结构以及行为人之间的相互作用力，特别是当所有行为人都试图在同一时间以同样的方式行动时，这一作用力尤为显著。在经典意义上，此时行为人和结构之间形成了相关构建的关系。金和沙曼（Kim and Sharman，2014）提出，实证数据证明了"环境和结构性因素高于能动性"。但是，本节阐述的结构和能动性间的关系有所不同。我们认为，行为人本身能够在所处的环境中，通过他们的行为特别是相互作用来实现结构性的影响。换言之，并不是结构高于能动性，而是行为人以其行为实现结构性效果的过程：这个过程展示了结构和行为人之间相互构建的关系。

霍尔丹和梅（Haldane and May，2011）提出，可以将银行业和金融业视为一个复杂的生态系统，其中有着行为人与环境以及行为人之间的众多互动关系，这些互动产生系统性风险。但这些结果也可被视为一种结构性的力量。银行家并不想在市场中出售资产，但却不得不这样做。银行家身处制度和结构性的环境中，由于这一环境具有信息不对称、低资本缓冲、盯市估值以及市场恐慌等特点，银行家几乎没有其他的选择。在批发融资市场上也存在着同样的压力。从集体意愿看，行为人希望批发融资市场持续运行以便于短期债务的不断展期，但从单个机构出发，行为人所处的大环境令其没有动力借出资金，只有强大的动力去持有资金。因此，银行家和金融家受制于一系列集体行动的严重困境中，而这源于他们共同参与创造的制度和结构性环境。

因此，行为人被特定的力量所推动和胁迫。我们使用力量这一词，是因为行为人被迫由于其他行为人的行动而行动，其行动力并非出于自

愿。这一力量不是一种简单形式的行为人A强迫行为人B做某件事。它也不是某些行为人处于结构性的特权位置，运用策略去强迫其他行为人，结构性权力关注的通常就是这种类型的力量（Lindblom，1977）。我们所说的力量，也不是福柯（1991）理论中的规训权或话语权（discursive power）。我们所讨论的行为人不直接被其他行为人所胁迫，不处于结构性的特权位置，也不受制于话语或自律的力量。权力经常被理解为行为人可以策略性地部署或使用的一种资源。在这里，我们所说的是另外一种类型的力量，指行为人通过他们在结构性环境中的相互作用，相互向对方施加的力量。在前文所述的例证中，银行家受制于他们创造并集体施加的力量，特别是行为人之间以及行为人与环境的相互作用所产生的“生态系统的力量”（ecosystem power）。这种形式的力量并非按策略使用，相反，它在无意识和非自愿的情况下使用。行为人出于短视和自利采取行动，产生了其自身也不能完全理解或控制的巨大的结构性影响。如前文所述，有时行为人可以通过观念来调节结构性权力关系，但当时这一选项并不存在。相反，我们所讨论的力量是一种生态系统力量，其产生于结构化环境中行为人之间无数非计划且不可控的相互作用，这一力量产生了毁灭性的后果。

最终，金融危机凸显了人类理解力和掌控力的有限性，即无法完全理解并控制复杂的体系，以及鼓励风险承担的激励体系的不当后果。“有限理性”的概念以及行为金融学理论从未像此时一样具有适用性，仅有的例外就是少数银行家意识到风险的“不能承受之高”并拒绝从众。我们讲述了人类控制复杂体系的有限性，因为在脆弱的结构中，参与者们认为这一结构建立在理性的契约关系和完善的风险管理的基础上，但传染性和连锁反应却引发了灾难性的结果。这是能动性和结构相互作用的一个典型例证。行为人对体系安全性的观念蒙蔽了他们的双眼，使其对危机前系统性风险的累积视而不见。主流观念和假设掩盖了行为人所面对的结构化体系的真正本质。从这一意义上来看，观念与结构具有危险的趋同性。只有当危机真正来临，银行家才终于认识到他们所参与创造的金融体系的本质。大多数银行家抛弃对市场的虔诚信仰时

已为时过晚。

本章小结

2007—2008年金融危机的爆发，始于美国房地产市场步入下行区间后，以更为艰深难懂的住房抵押贷款支持证券产品类型为主体的市场结束了此前的快速增长，转而走向崩塌。这导致了一波房产抵贷回收，房产中介和住房抵押贷款发放机构纷纷倒闭，并最终使抵押贷款支持证券市场价值急剧下跌，而此前抵押贷款支持证券产品常常有着最高的信用评级。2010年国际货币基金组织估计银行业的总损失大约为2.3万亿美元。其中，包括住房抵押贷款（特别是次级住房抵押贷款市场）产生的损失，以及抵押贷款支持证券交易的损失。这些损失足以使很多银行资不抵债，原因一方面在于，银行资本水平较低，吸收损失的能力有限，另一方面，银行极为依赖批发融资市场来为交易业务和日常经营融资，因此当批发融资市场发生流动性危机时，银行深受其害。在危机发生前的几年中，银行的资产负债结构发生了重大改变，这一点在理解2008年以来的损失程度时尤为重要。在危机前银行不仅投资于常规的实质性资产，还持有基于资产未来价格走势的投机性资产，此外，银行的高杠杆水平使得其高度依赖短期批发融资市场，因此，银行遭受的损失远超过其在住房抵押贷款证券上的损失。

为了解释此次银行业危机，我们需要审视银行家是如何与制度和结构进行互动的，其中不仅包括近距离的制度安排，如银行，还包括更为宏大的制度性环境及演变方式，如自由化，影响更为广泛的结构化力量（如系统性风险），以及当代资本主义重大转型中内嵌的其他结构化变革（特别是金融化）。如前文所述，银行家和金融家享有较大权威，在重塑银行业和金融制度方面发挥了很大的能动性。他们对政府也有很大的影响力，这一情况持续至今。但是，当关键的市场和制度变化发展时，也反过来开始对银行家产生强大的压力和限制力。包括薪酬激励、

激烈的市场竞争以及获利机会的本质在内的一整套市场激励，都极大地推动了核心金融市场上交易业务的发展和杠杆水平的提升。当房地产和资产证券化市场崩溃时，繁荣也走到了尽头。在这一环境中，系统性风险的结构化效应最终压垮了银行家。

本章有两个核心观点。第一，制度变革塑造了市场以及其中的市场激励，后者深刻影响并共同形成了美英澳加四国不同的银行业类型。在美国和英国，市场自由化和银行家普遍持有的乐观情绪推动了资产证券化的繁荣，而在澳大利亚和加拿大，市场以及更为谨慎的银行业文化鼓励开展更为传统的银行业务，我们将在第八章中进行阐述。第二，影响更为广泛的结构性力量也很重要，这一点在遭受危机冲击的经济体中尤为显著。美国房地产市场下行作为一个结构性变化，影响了抵押贷款支持证券市场，之后市场价值的下跌引爆了危机，而危机的规模则可以通过系统性风险的结构性影响和市场的相互关联性予以解释。结构性影响导致了严重的连锁反应，资产负债表的损失快速升级为全面的流动性危机，进而拖垮或重创了很多银行。行为金融学的研究结果表明，行为人决策时呈现短视和非理性的特点。但是这一解释过于狭隘，因为其无法充分解释，不同的制度和结构性的环境是如何塑造行为人的行为及其后果的。

在我们的论证中，制度压力和结构力量是解释问题的关键因素。但是，考虑行为人的能动性也很重要。在第五章和第六章中，我们将详细论述英美银行家在其所处的制度和结构环境下的思维和行为模式。银行家作为行为人，“实现”（actualized）了制度性和结构性效应的落地。在受危机冲击的市场中，市场提供了很强的激励，鼓励银行家以特定方式行动，但是，只有信仰市场和资产证券化繁荣的银行家加入到羊群的集体行动并最终拖垮了整个体系。其他行为人则更为慎重。在第七章中可以看到，英美两国部分银行及其高管是如何质疑并成功抵御了占据主导的市场压力。例如，美国富国银行（Veverka，2008）和摩根大通银行（D.McDonald，2009；Tett，2009）在面对抵押贷款支持证券产品时，

选择了相对保守的策略，而高盛虽参与了市场实则智取了市场。在英国，汇丰银行、劳埃德银行和渣打银行也选择了相对保守的银行战略。显然，虽然市场压力十分强大，但还是有银行家和银行文化能够逆市而为，抵抗住压力不随波逐流。因此，市场压力的影响虽然强大但并不是决定性的。这至少在一定程度上说明，在微观层面上以行为人为核心的自有决断是重要的。与行为金融学的发现有所不同，不是所有的银行家都会过度乐观或竞相加入羊群。米尔恩（2009，第197页）提出，整体上，养老基金、保险公司和主权财富基金也大都未参与对住房抵押贷款支持证券的抵押债务凭证的投资。因此，在不同的环境中，甚至在相似的环境中，行为人呈现的独特且不同的自由决断的模式，是本书论述中重要的一部分。

此外，银行资产负债表的变化能够说明此次银行业危机和之前的危机的不同之处，特别是与大萧条时期银行业危机的差异。与20世纪30年代的金融危机不同，本轮危机是银行主导的：即金融体系的内部崩溃传导至实体经济，而不是相反的传导方向。的确，2008年危机前，发生了现今众所周知的信贷刺激下的资产泡沫，因此从某一方面而言，这次危机还能简单地被视为房地产市场泡沫破灭的结果。从这个角度出发，莱因哈特和罗高夫（Reinhart and Rogoff，2009）在《这次不一样》（This Time Is Different）一书中的论述是正确的，在这次危机中，泡沫的典型特征完全显现，且人们知道，这就是前兆。但是不同的地方在于泡沫破裂的方式。危机之初，银行资产负债表并不是由于实体经济贷款违约率的上升而恶化。相反，资产负债表的恶化来自于交易账户的损失，这些损失触发了之后的系统性风险危机以及最终的市场流动性的枯竭。这就是“银行业危机”的本质，也是本书的关注点。

---

1. 此处为勘误，原文为￡82 000 billion，根据后文换算，可能billion应为million，故此处按million翻译。

2. 本书中杠杆率的计算方式与我国存在差异。根据我国《商业银行杠杆率管理办法》，杠杆率为商业银行持有的、符合有关规定的一级资本净额与商业银行调整后的表

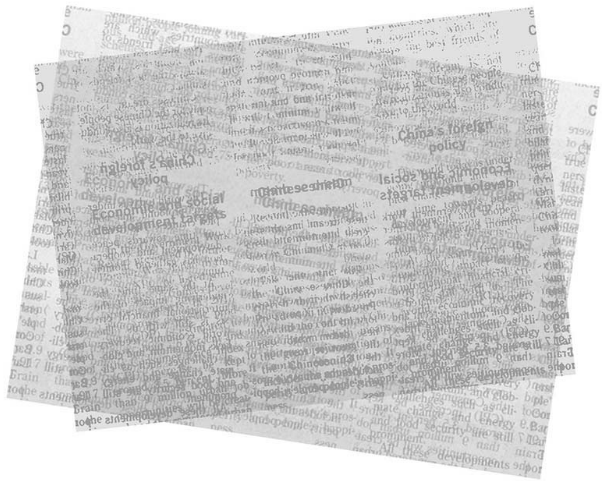
内外资产余额的比率。——译者注

3. 此处疑为原书笔误，因美国商业银行的资本管理应是美联储或货币监理署（OCC）的职责，而非SEC。——译者注

4. 客户融资缺口是指银行客户贷款（customer loan）和客户存款（customer deposit）间的差额。——译者注

5. “无追索权”条款是指，若住房抵押贷款债务人无法偿还银行贷款，银行仅能获得作为贷款抵押的房产，不能追索到债务人除抵押品之外的资产。——译者注

第三章
英美银行的表现



美国和英国的银行业市场处于2007—2008年危机的中心，它们彼此相连，拥有规模最大的银行、规模最大的交易业务，也承受了最重大的损失。英国、美国和欧洲的银行都牵涉其中。但是，本次危机对这些国家各银行的影响程度是不同的。本章将介绍“二战”后英美银行业市场的发展、增长和资产负债表的构成，以及美国十大投资银行和商业银行及英国六大银行的不同命运。在本章最后一部分中，我们将介绍美国国际集团金融产品部（AIG Financial Products）以及欧洲大型银行德意志银行（Deutsche Bank）和瑞士银行设立在伦敦的投资银行的发展情况。因此，本章和第四章（介绍澳大利亚和加拿大的主要银行）主要讨论各有关银行采取的行动及行动路径。我们对银行资产负债表以及重要的资产和负债项目进行了取证分析，详细分析了银行在经济繁荣时期对资产负债表的改造程度，对证券交易的参与度以及由于增加杠杆而加大的对短期融资市场的敞口情况。事实证明，这些正是影响单体银行命运的关键风险因素。

本章的内容必须非常细节化，而我们的基本论点却非常简洁。有些银行——比如美国的雷曼兄弟、美林证券、贝尔斯登和花旗集团以及苏格兰皇家银行，都积极参与了证券交易，而事实证明，这些交易有着很高的风险。英国哈里法克斯等银行在房地产抵押贷款方面遭受了重大损失，而这些银行全部是高杠杆经营，并在短期融资市场上极易遭受流动性短缺之困。危机中，它们都遭受了严重亏损，最终不得不被另一家银行接管或走上国有化道路。

其他银行——美国的富国银行、摩根大通和高盛以及英国的渣打和汇丰银行（除汇丰出现了一些重要的损失警情之外）——都相对安然无恙地逃过一劫。这些银行中也有部分银行参与了高风险交易，但均在危机前基本退出了市场，而富国银行等其余几家则基本未参与高风险交易。我们认为，同一国家不同银行之间业绩的差异与资产负债表的构成相关，即银行对资产证券化交易及其他衍生品的投资规模，以及银行杠杆水平和对批发融资的依赖程度。本章论述表明，银行在危机中的存亡并非由运气决定。运营失败的银行资产负债表都最为薄弱，而幸存的银行资产负债表最为强健。第四章将分析澳大利亚和加拿大主要银行的情况。

美国

背景

大萧条之后，美国政界重构了银行业，并推出了影响深远的改革，以降低未来发生银行业灾难的可能性。主要措施包括：设立证券业监管机构美国证券交易委员会（SEC）；建立联邦存款保险公司，在商业银行中实行存款保险制度；严格禁止商业银行开展投资银行交易业务［《格拉斯—斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act）］；限制跨州银行业务，以控制银行规模，限制并引导竞争；设定利率上限，以限制价格

竞争和高风险的房地产抵押贷款；对房地产抵押贷款的发放提供政府支持和保险，后来成立政府支持巨头房利美，1970年又成立了房地美。最终，美国建立了高度管制的银行业市场，银行业进入了一段相对稳定的时期，1934—1980年间，只有243家银行倒闭（FCIC，2011，第36页）。此外，当时美国的银行体系有很强的本土性，即便是当时美国国际化程度最高的国民城市银行（National City），利润中也只有约15%是来自美国以外的市场（Christophers，2013，第161页）。

20世纪70年代，由于基本上不受监管的非银行金融业的野蛮增长，以及欧洲美元市场的不断发展（本章最后一部分将讨论这一点），美国的这套监管制度面临的压力越来越大。人们开始担忧美国银行业是否在走向衰退，在这样的情况下，一些大型商业银行开始施压，要求推进金融自由化（Suárez and Kolodny，2011）。1980年的《存款机构解除管制与货币控制法案》（Depository and Monetary Control Act）取消了房地产抵押贷款利率上限。1982年的《加恩—圣杰曼法案》（Garn-St.Germain Act）允许储蓄机构（建房互助协会）与银行展开竞争，为新客户提供房地产抵押贷款。1984年的《二级房地产抵押贷款市场促进法案》（Secondary Mortgage Enhancement Act）允许银行持有和交易房地产抵押证券。1994年的《里格尔尼尔州级银行业务和分支机构效率法案》（Riegle-Neal Act）最终全面批准了跨州银行业务。1996年，《经济增长与监管文件减免法案》（Economic Growth and Regulatory Paperwork Reduction Act）要求联邦监管部门每12年对其监管规则进行一次审核，并就“过时、多余或过于烦冗的规则”征求意见。最终，1999年，意义最为重大的《格雷姆—里奇—贝利法案》（Gramm-Leach-Bailey Act）颁布，同时废止了大萧条时期的《格拉斯—斯蒂格尔法案》，允许大型金融机构同时经营商业银行、投资银行和保险公司。

到2007年金融危机发生前夕，银行业和金融业都已转型。居于整个体系顶端的是5家由联邦存款保险公司承保其存款的大型商业银行以及5家“大型”（bulge bracket）投资银行。按照资产规模排序，5家商业银行

分别是花旗集团（2007年总资产为2.187万亿美元）、美国银行（1.715万亿美元）、摩根大通（1.562万亿美元）、美联银行（0.782万亿美元）和富国银行（0.575万亿美元）。5家投资银行分别是高盛（2007年资产为1.119万亿美元）、美林证券（1.020万亿美元）、摩根士丹利（0.901万亿美元）、雷曼兄弟（0.691万亿美元）和贝尔斯登（0.395万亿美元）。这些银行都经历了飞速发展。2000—2007年间，花旗、富国、摩根大通、摩根士丹利和美林证券的资产价值都翻了一番以上。而同期美国银行、高盛和雷曼兄弟的资产价值更是增加了两倍多。2007年，美国银行业总资产相当于GDP的110%。大型银行的盈利也相当可观。1980年，金融业盈利约占企业总盈利的15%。到2004年，金融业盈利已经超过总盈利的30%（FCIC，2011，第64页）。2004年，美国最大的500家银行平均净资产收益率为14.9%，2005年为15.7%，2006年增至16.4%。2006年，最大5家商业银行和投资银行的平均税前利润为330亿美元。

除了这些大型银行外，美国银行业体系还包含5000多家本地社区银行；约30家区域性银行，资产规模在200亿到3000亿美元之间（Landy，2013），本书将涉及其中一部分银行；大量规模更小的州属银行；以及约400家外资银行在美分支机构。2007年3月，澳大利亚银行在美机构资产余额达170亿美元，加拿大银行3020亿美元，法国银行3770亿美元，德国银行3830亿美元，英国银行5130亿美元（US Federal Reserve，2007b）。

美国大型商业银行和投资银行的业务模式对杠杆式交易的依赖程度越来越高。20世纪80年代后期到90年代早期，《格拉斯—斯蒂格尔法案》中的监管漏洞开始显现，随后该法案最终被废除，商业银行抓住了这些机遇，开始向投资银行转型。2007年，最大5家商业银行的生息贷款仅占资产的50%，而证券则占到26%之多。大型投资银行在80年代和90年代开创了交易业务，到21世纪头10年开始略微转向贷款业务，因为，银行在这一时期大举发展商业地产贷款。面对商业银行这一越来越

强大的竞争对手，投资银行开始收购抵押贷款机构，以确保能提供足够的抵押贷款支持资产来进行证券化。2000年，雷曼兄弟开行业之先，收购了加利福尼亚州一家次级住房抵押贷款放贷机构BNC贷款公司（BNC Mortgages）的股份。随后，其他银行纷纷效仿，2006—2007年，贝尔斯登收购了EMC贷款公司以及安可信贷公司（Encore Credit Corporation）；摩根士丹利收购了萨克逊资本有限公司（Saxon Capital）；美林证券收购了第一富兰克林公司（First Franklin）。到2006年，交易类证券已经占到5大投资银行资产的32%。

资产总额的增长和向交易业务的转向成为新的系统性风险来源。金融体系内的杠杆水平似乎保持平稳。卡勒姆里-奥兹坎等人（Kalemli-Ozcan，Sorensen and Yesiltas，2011，第33页）计算了美国的银行杠杆率，包括2000年资产超过10亿美元的最大型银行，以及投资银行和大型商业银行。投资银行平均杠杆率从2003年的30上升至2005年的36，到2007年又增至44。不过，其他接受美国证券交易委员会监管的金融业机构杠杆率则较为稳定。如第二章所述，这些数据低估了银行业体系积累的风险程度。美国证券交易委员会在计算时并未考虑银行资产负债表的表外资产。为了逃避监管控制，银行还会在公布杠杆率数据的前一刻暂时出售资产（Quinn and Farrell，2010）。基于批发融资的杠杆是系统性风险的主要来源之一。缺乏存款基础的大型投资银行几乎完全依赖于短期批发融资和对冲基金存款，来为其交易业务提供资金。最大型商业银行也在大量借款。2007年，五大商业银行的客户存款仅相当于负债价值的37%，剩余的缺口只能靠借款来弥补。

此次美国银行业危机开始于住房市场的衰退，在2008年九十月间金融体系几近崩溃时达到高潮。2008年7月，国会通过了《住房与经济复苏法案》（Housing and Economic Recovery Act），授权政府直接向房利美和房地美注资，以刺激住房市场。在之后的几个月中，美联储扩大了其流动性计划，银行得以在市场已然冻结的情况下，将其他资产用作抵押，以资产换取流动性。美国财政部试图邀请其他银行共同实施一揽子

救援计划来拯救雷曼兄弟，但最终失败。之后，财政部表示愿意向美国国际集团投资850亿美元，帮助其维持经营。2008年10月，美联储协调其他国家共同下调利率，并宣布将推出商业票据购买计划——这有效满足了靠短期融资来为日常经营提供资金的所有美国公司的短期借款需求。到2008年下半年，危机日益深化，在美联储的支持下，联邦存款保险公司插手干预，为银行、储蓄机构和银行控股公司的优先无担保债务提供担保。美联储对金融企业的借款总计达到1.1万亿美元。美国银行借款670亿美元，花旗集团和苏格兰皇家银行各借款580亿美元，巴克莱银行借款500亿美元，瑞士银行借款350亿美元（Gorton，2012，第187页）。10月3日，国会通过了7000亿美元的问题资产救助计划（Troubled Asset Relief Program），授权财政部推行一项紧急资本结构调整计划，要求最大型银行接受政府贷款，控制高管薪酬，追回基于不正确的损益表而获得的收入，禁止高管享有黄金降落伞的权益，并设定高管薪酬的减税额上限为50万美元。2008年最后几个月，1450多亿美元的政府资本直接注入银行，总共有超过650家银行获得了政府支持。

危机期间，规模最大的500家银行的平均净资产收益率从2006年的16.4%跌至2007年的10.3%，到2008年仅为-1.2%，2009年恢复至2.4%。五大商业银行2006年平均净资产收益率为16.4%，2007年跌至10.3%，到2008年仅为-1.2%，2009年恢复至2.4%。五大投资银行2006年平均净资产收益率为20%，2007年降至5%，2008年暴跌至-43%，2009年回升至-11%。不过，这些总数难以反映国内不同银行间存在的巨大差异。

在美国银行体系中，花旗集团、贝尔斯登、雷曼兄弟和美林证券损失最惨重。2008年，花旗集团税前亏损高达530亿美元，创下美国历史纪录，但在政府的支持下，它仍然生存了下来。同年，贝尔斯登破产后被摩根大通收购。2008年9月，雷曼兄弟宣布破产，而曾“大举收购放射性废物（意指抵押债务凭证）”（Farrell，2010，第19页）的美林证券则被美国银行收购。图3.1列示了2003—2011年美国各大银行的年末股价，显示了国内银行之间的业绩差异。观察这些数据时须特别留意，每

家银行的起始股价存在着巨大差异——从花旗集团惊人的481美元到富国银行的30美元不等。这些差异反映了投资者对银行所发行股票的未来价值和数量的看法。但这些图表还是极具视觉冲击力的。对于雷曼兄弟、美林证券、贝尔斯登和美联银行，清算或被收购之后，折线就立刻消失了。花旗的股价从2006年的557美元跌至2009年的33美元（跌幅94%）。同期，美国银行股价从53美元跌至15美元（跌幅72%）。但并非所有银行都受到如此巨大的冲击。摩根大通股价从2006年的48美元跌至2008年的31美元，到2009年又涨至41.6美元（跌幅35%）。富国银行股价从2006年的35.5美元跌至2008年的29.4美元（跌幅17%）。最后，高盛股价从2006年的189美元跌至2008年的78美元（跌幅58%），2009年又回升至168美元（较2006年下跌11%）。由于市场价格下跌，这些银行仍必须大幅调低资产价值，但这部分损失并未危及其偿付能力。为了解为何投资者在2008—2009年间对大银行的态度有如此巨大的差异，我们现在需要对每家银行进行更为细致的分析，第五章对美国的银行体系进行的更详细阐释也将以此为出发点。

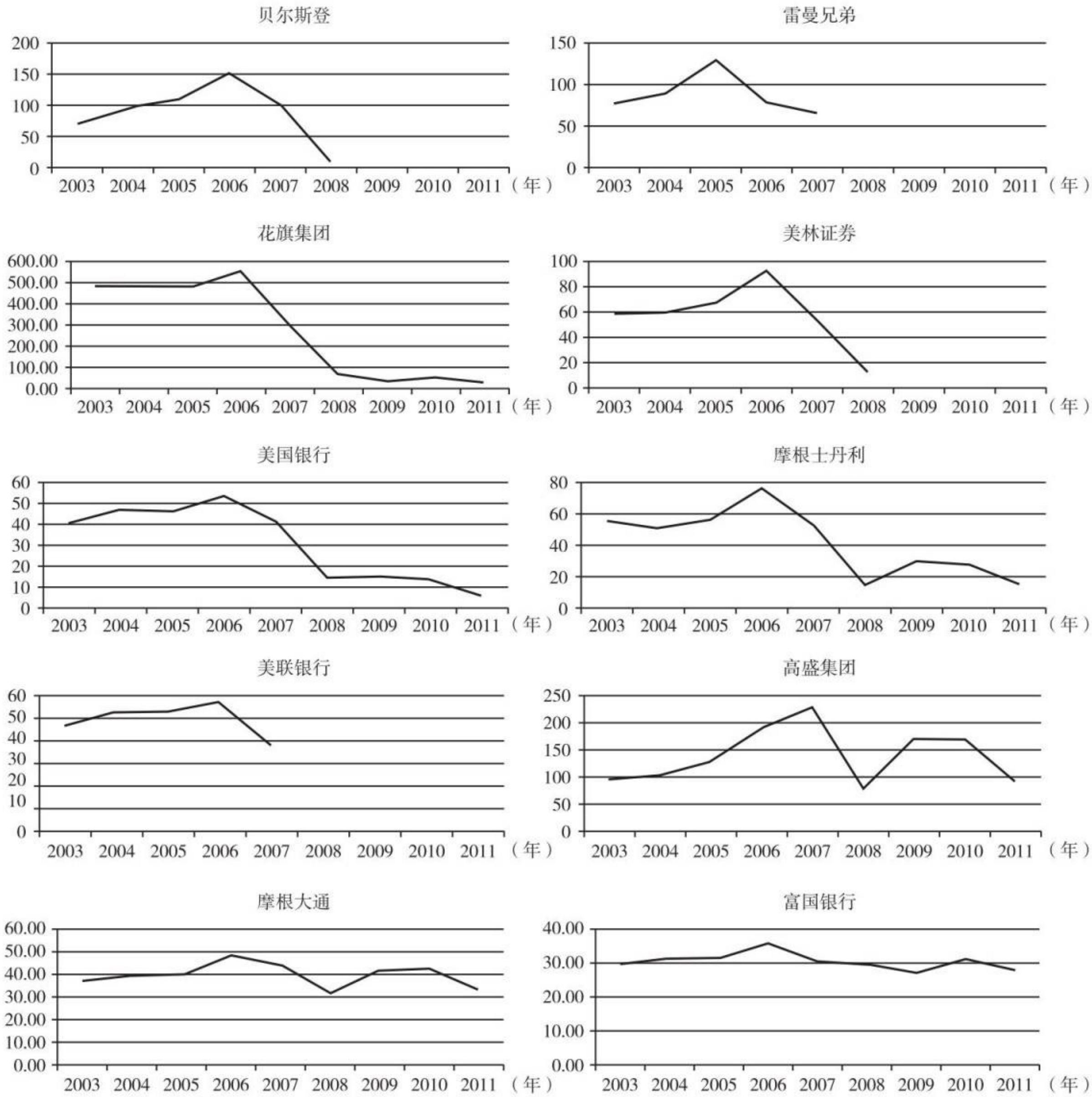


图3.1　美国主要商业银行及投资银行年末股价（美元），2003—2011年

雷曼兄弟

1850年，雷曼兄弟公司在亚拉巴马州成立，起初是一家交易公司。20世纪头10年，雷曼兄弟转变为一家投资银行，1984年被美国运通并购，10年后又重新独立。到2007年，在雷曼兄弟450亿美元的收入中，有3%来自资产管理，5%来自交易佣金（主要是对冲基金），7%来自投

资银行业务（主要是提供兼并和收购建议），20%源于自有账户下的自营交易（own-account principal transactions），65%来自持有证券的利息或交易性证券的盈利（Lehman Brothers，2007，第41页）。当时，雷曼兄弟10%的资产在亚洲，65%在美国，25%在欧洲，欧洲业务由伦敦办公室负责。2004年，时任英国财政大臣戈登·布朗（Gordon Brown）为雷曼兄弟的伦敦办公室揭幕（Lehman Brothers，2007，第52页）。2006年，雷曼兄弟的杠杆率为26，但劳伦斯·麦克唐纳（Lawrence McDonald，2009，第279页）估计其实际杠杆率接近40。2010年，一名破产法院调查员发现，次贷危机前，雷曼兄弟通过“回购105”（Repo 105）交易成功规避了资本监管，即短期内暂时将资产负债表内的贷款“售出”，并计划在对外公布人为压低的杠杆率之后，再将这些贷款购回。2008年上半年，雷曼兄弟的“回购105”交易规模达到500亿美元（Merced and Sorkin，2010）。不仅如此，雷曼兄弟对短期融资的依赖程度也相当高。布林德（Blinder，2013，第120页）估计，2008年第一季度，雷曼兄弟的短期回购协议融资额超过2000亿美元。雷曼兄弟40%的资产都以交易性证券的形式存在，5%的资产为短期衍生品头寸。雷曼兄弟还积极参与美国的住房市场。到2007年11月，雷曼兄弟资产负债表中有891亿美元的抵押贷款支持证券，其中30亿美元为次级证券（Lehman Brothers，2007，第95页）。而在891亿抵押贷款支持证券中，只有2亿美元抵押贷款支持证券的估值是基于实际市场价格；至少有250亿美元抵押贷款支持证券的估值都来自管理层预估，即如果资产被出售，“市场参与者”可能会支付的价格（Lehman Brothers，2007，第96—97页）。

2007年和2008年，雷曼兄弟已无法将其持有的房地产抵押资产出售或证券化，既有业务模式崩溃。2006年，雷曼兄弟持有41亿美元的债券和贷款，作为下一步证券化的基础资产（Lehman Brothers，2007，第58页）。2006年12月到2007年12月之间，证券化总收入下跌了35%（Lehman Brothers，2007，第101页）。此时，按照其自创的“逆周期增长战略”，雷曼兄弟选择将更多的资产保留在资产负债表上，而非以较

低的市场价格出售给外部投资者（FCIC，2011，第177页）。2006年11月到2007年11月，尽管市场价格持续下跌，但雷曼兄弟资产负债表上的资产支持证券价值却从550亿美元增长到890亿美元（Lehman Brothers，2007，第95页）。同时，雷曼兄弟还决定增加对商业地产的投资。2006年11月到2007年11月，雷曼兄弟资产负债表上待出售的房地产投资的价值翻了一番以上（Lehman Brothers，2007，第94页）。2007年3月，雷曼兄弟还牵头组织了一个220亿美元的财团，收购了阿克斯顿—史密斯不动产公司（Archstone-Smith）。仅在这一项交易中，雷曼兄弟承担的风险就相当于其总资本的20%（Williams，2010，第133页）。

2008年6月，在几乎没有警告投资者的情况下，雷曼兄弟宣布当年第二季度损失达30亿美元。投资者和愤怒的高级经理逼迫雷曼兄弟的首席执行官迪克·富尔德（Dick Fuld）解雇在任已久的总裁乔·格雷戈里（Jo Gregory）。之后，雷曼兄弟开始试图转换其市场头寸，但为时已晚。为维持交易头寸，雷曼兄弟不得不向摩根大通提供80亿美元的抵押品。当时，谣言四起，称同业都拒绝借款给雷曼兄弟，这导致雷曼兄弟股价大跌。2008年9月，雷曼兄弟宣布第三季度损失达40亿美元，并宣布了一项计划，即剥离剩余的商业和住宅房地产资产，这些有毒资产将划分给一家独立公司，但此项灾难性的计划立即被终止。根据法院审计员的报告，此时雷曼兄弟已将超过500亿美元的资产移出了资产负债表，以掩盖损失的程度和其对短期借款的依赖性（Valukas，2010）。英国巴克莱银行可能对雷曼兄弟的这些操作不知情，险些就收购了雷曼兄弟。但英国政府拒绝放弃银行收购必须经股东同意的常规要求，导致该收购交易失败。9月15日，雷曼兄弟申请破产。

美林证券

美林创立于1914年，1917年成为上市公司。历史上，美林最大的优势是拥有14000多名经纪人和资产经理的巨大网络，遍布全美大小城镇，创造了稳定而相对安全的收入来源。2003年，由于收益水平低于其

他投资银行，美林新任命了一名激进的CEO斯坦·奥尼尔（Stan O'Neal），由他负责重整银行的资产负债表（Farrell，2010）。到2006年，美林收入的34%源于自有账户下的自营交易，24%来自佣金，18%来自投资银行业务，25%来自账户管理佣金和费用（通过其经纪人网络）（Merrill Lynch，2007，第32页）。美林64%的收入来自美国的业务，20%来自欧洲，10%来自亚洲（Merrill Lynch，2007，第48页）。当时，美林公布的杠杆率为31，所持资产中的30%为交易性证券，年度税前利润为100亿美元。和其他投行一样，美林的业务运营对批发市场融资有着很高的依赖性。2006年，美林持有1810亿美元的长期债务，2840亿美元的回购协议，还有一些其他形式的短期债务（Merrill Lynch，2006，第20页）。

2006年9月，美林收购了资产管理公司贝莱德集团（Black Rock）50%的股权，并从中获益。但是，美林大量参与了美国的房地产市场。2006年9月，美国房地产泡沫达到顶峰后，美林以14亿美元收购了次级贷款公司第一富兰克林（First Franklin）（FCIC，2011，第204页）。此外，美林还运营另一家住房抵押贷款公司欧尼特住房抵押贷款公司（Ownit Mortgage Solutions）。到2007年12月，美林直接拥有27亿美元的次级贷款，26亿美元的次优级不合格贷款，以及280亿美元的优级贷款（Merrill Lynch，2007，第35页）。[注]同年，美林在这些资产上的净损失达31亿美元（Merrill Lynch，2007，第35页）。但是，最终给美林致命一击的并非这些投资。2003年，美林任命了一名新副总裁道·金（Dow Kim），由他专门负责发展银行正在滑坡的抵押债务凭证业务。到2005年，以当年售出的抵押债务凭证价值衡量，美林仅次于高盛。这些抵押债务凭证大多出售给外部投资者，并通过与美国国际集团的信贷违约掉期安排获得保障。据报道，2006年，虽然美国国际集团已经从抵押债务凭证市场退出，美林管理层还是发布了指令，要“不计代价”坐上该市场的头把交椅（FCIC，2011，第202页）。2007年上半年，美林推出了340亿美元的抵押债务凭证，其中仅30亿美元出售给了外部投资者（Farrell，2010，第18页）。此时，美林总共持有480亿美元的抵押债务

凭证。

2007年7月，美林董事会第一次得知银行持有的抵押债务凭证规模。10月，美林宣布，由于抵押债务凭证账面价值调低69亿美元，以及市场价格下降导致的10亿美元次级房贷相关的资产损失，将拖累三季度的盈利。2008年1月，美林宣布，2007年第四季度损失103亿美元。2008年7月，美林任命了新CEO，并以67亿美元的价格将其持有的抵押债务凭证出售给了孤星（Lone Star），一家得克萨斯州的私募股权公司，该交易的损失高达95%左右（Farrell，2010，第239页）。2006年，美林净资产收益率为19.2%，而2007年已下跌至-29%，2009年仅为-50%。在股价暴跌的情形下，2008年10月，美林管理层与美国银行达成并购协议。

贝尔斯登

贝尔斯登是美国最小的投资银行，对外界一直是一个好斗的局外人形象。1998年，贝尔斯登拒绝加入政府支持的对长期资本管理公司（Long-Term Capital Management）的紧急救助计划，后者的衍生品交易在俄罗斯金融危机之后损失了超过50亿美元。然而，贝尔斯登发展迅猛，年税前利润从2000年的17亿美元增长到2006年的31亿美元。这些利润主要有四个来源：第一，通过贝尔斯登住房抵押贷款公司（Bear Stearns Residential Mortgage Corporation）收取抵押贷款发起费用。第二，在住房抵押贷款的证券化以及向投资者出售住房抵押贷款支持证券的过程中获得费用收入——2006年，贝尔斯登完成了1210亿美元住房抵押贷款的证券化（Bear Stearns，2007，第101页）。第三，2006年，贝尔斯登自身资产负债表上持有390亿美元住房抵押贷款支持证券，为其带来利息收入，这些住房抵押贷款支持证券往往质量较差。2006年，贝尔斯登完成了1210亿美元的住房抵押贷款证券化，其中，它保留了30亿美元的AAA级资产，13亿美元的AA级或B级资产，以及13亿美元的非投资级或“垃圾”资产。到2007年2月，贝尔斯登的资产负债表中共有360亿美元的住房抵押贷款、住房抵押贷款支持证券及其他资产支持证券，

而其中2/3都是次级或次优级资产（FCIC，2011，第286页）。第四，贝尔斯登向对冲基金，包括其自身建立并投资的对冲基金的融资和结算收取佣金，收费标准为资产的2%和利润的20%。贝尔斯登当时是美国第二大大宗经纪公司[注]（prime broker）（FCIC，2011，第280页）。

贝尔斯登的商业模式就是“纸牌屋”（W.Cohan，2009）。贝尔斯登一直在举债经营。2006年，贝尔斯登正式公布年末杠杆率为28，但很多时候，日常杠杆率至少为38（Lawder and Younglai，2010）。银行每日短期货币市场借款约为700亿美元，通常为隔夜借款，同时在表外持有300亿美元的结构性投资载体（W.Cohan，2009，第32页；Williams，2010，第145页）。住房市场转为下行后，贝尔斯登从表内资产中获得的房贷还款收入减少。2007年6月，贝尔斯登宣布全年损失额将达8亿美元，资产账面减值19亿美元。此时，贝尔斯登不得不拿出16亿美元的抵押品来拯救其表外损失已达90%的投资基金。贝尔斯登的偿债能力比率——即公司税后收入对公司总债务的比例，是反映其财务韧性的有效指标——从2006年的3.4跌至2007年末的2.9，在10家最大商业或投资银行中垫底。为了弥补损失，贝尔斯登需要继续在短期货币市场上融资。贝尔斯登面临的问题是，用作融资抵押品的资产价值已经下降。市场情绪已经转向，对冲基金（如果贝尔斯登破产，它们必将遭受损失）收回了资金。2008年3月，传言散开，一家大银行拒绝向贝尔斯登融资。就在贝尔斯登股价几乎跌至零点之时，摩根大通向贝尔斯登发出收购要约，但其对贝尔斯登的估值仅为12亿美元（L.McDonald，2009，第244页）。在此收购中，摩根大通同意承担贝尔斯登首批10亿美元的损失，条件是美国财政部承诺承担此后的30亿美元的损失。威廉姆斯（2010，第142页）如此描述贝尔斯登的衰落：“贝尔斯登建立了极具杀伤力的基金，拿了客户的钱，掷色子赌了一把，结果一败涂地。”

花旗集团

1998年，花旗公司和一家名为旅行家集团（Travelers）的保险公司

合并，成立了花旗集团。到2006年，花旗集团员工总数达35万，年收入和年利润分别为1310亿美元和240亿美元。但是此前，花旗的声誉已经被损。2003年7月，花旗因被指控协助安然公司通过结构化金融交易粉饰财务报表，同意向美国证券交易委员会支付1.2亿美元，用以和解这些指控。2005年3月，美联储要求花旗完善自身的治理和风险管理结构，且在此之前禁止其开展任何大型收购活动（FCIC，2011，第137页）。

花旗对于美国房地产市场的下行有较大的风险敞口。通过花旗金融（Citi Financial，花旗集团运营的2000家子公司之一），花旗银行年发放房地产抵押贷款规模高达900亿美元（FCIC，2011，第19页）。这些贷款随后被证券化并出售给外部投资者。早在2003年，花旗就将200亿美元的抵押债务凭证出售给了外部投资者。到2005年，花旗的抵押债务凭证业务已经排在第三位，仅次于高盛和美林。花旗的业务模式很快显示出三大问题。第一，为了在已然拥挤不堪的市场上增强其产品的吸引力，花旗自2003年开始以搭售流动性看跌期权（liquidity put）的方式出售抵押债务凭证：即承诺如果市场崩溃，将以原售价回购抵押债务凭证（FCIC，2011，第137—138页）。第二，为了提高销售量，花旗将很多资产“停放”在复杂的表外账户体系中，其规模为1000亿美元（L.McDonald，2009，第229页；Tett，2009，第160页）。第三，继2005年管理层发布流动性看跌期权禁令之后，花旗交易员不再出售证券化资产，而改为持有。2006年1月到2007年8月间，花旗发行并持有了180亿美元的抵押债务凭证（FCIC，2011，第196页）。到2007年12月，花旗持有320亿美元的美国国债、180亿美元的市政和州债券、520亿美元的外国政府债券、1810亿美元的公司债及其他债务证券、760亿美元的衍生品，以及560亿美元的住房抵押贷款和担保式住房抵押证券（Citigroup，2008，第157页）。这些资产中大部分信用质量较低。2007年，花旗出现了370亿美元的“次贷相关直接风险敞口”，430亿美元的“高杠杆贷款和融资承诺”，以及220亿美元的次优级住房抵押证券（Citigroup，2008，第10页）。

2000年，花旗的杠杆率为13.6，到2005年（15.7）之前一直处于稳定水平。到2007年，在已经恶化的市场环境下，花旗的杠杆率进一步增长至19。但此时，花旗的表外担保已高达1140亿美元。金融危机调查委员会估计，如果对花旗的所有资产都进行恰当的会计处理，其实际杠杆率应该已经接近48（Farlow，2013，第140页）。为满足日常经营活动的资金需求，花旗从批发市场上融资。2000年，花旗的客户存款总额（资产负债表内负债）相当于表内总资产的33%，到2006年又增长至37%。然后，到2007年，花旗通过拆入联邦基金或回购协议的借款已达3040亿美元，其他短期和长期借款为5740亿美元（Citigroup，2007，第66页）。

2007年9月，贝尔斯登破产五个月后，花旗公布了130亿美元的次贷敞口。一个月后，花旗将这一数字修正为550亿美元，并宣布资产价值损失达110亿美元（Tett，2009，第205页）。查克·普林斯（Chuck Prince）辞去了花旗CEO一职，一年后，因突然丧失部分资产的市场流动性，导致资产价值下跌，从而拖累整个银行，花旗终于彻底崩溃。净资本收益率从2006年的17.9%跌至2007年的3.4%，2008年仅为-19%，2009年为-1%。次级贷款、次优级住房抵押贷款和抵押债务凭证损失总计超过550亿美元（FCIC，2011，第261页）。2008年11月，美国财政部不得不向花旗注资200亿美元。2009年2月，财政部宣布持有花旗银行36%的股份，并提供3000亿美元资产担保来抵御未来损失。2009年2月，随着衰退恶化，花旗再次得到政府注资。学界经济学家、曾担任过英格兰银行货币政策委员会成员的维勒姆·比特（Wilem Buiter）于2009年成为花旗首席经济学家，他将花旗描述为“整个金融领域所有最糟糕做法的混合体”，这一评价令人印象深刻。

美国银行

20世纪20年代，美国银行创立于加利福尼亚州，1983年在华盛顿收购西雅图的第一国民银行（Seafirst Bank），1992年收购太平洋证券国

民银行（Security Pacific National），1994年收购经营失败的伊利诺伊大陆银行（Continental Illinois），1998年收购众国银行（Nations Bank），2004年收购波士顿舰队金融公司（Fleet Boston Financial）。通过这些收购，美国银行的规模迅速壮大。2006年，美国银行资产余额1.615万亿美元，收入320亿美元，税前利润为310亿美元。2006年，美国银行杠杆率为27（2000年为18）。若考虑表外风险敞口，其实际杠杆率可能接近36（FCIC，2011，第65页）。2006年，客户存款总额为表内总负债的47%（低于2000年的57%）。2006年，美国银行有2170亿美元的负债为拆入联邦基金和回购协议，商业票据及其他短期负债共计1410亿美元，此外还有1460亿美元的长期债务（Bank of America，2006，第38页）。交易性证券占总资产的10.4%（高于2000年的7%）。总贷款相当于资产的48%（低于2000年的61%）。其中，30%贷款的借款人为公司和商业机构。2006年底，美国银行共持有550亿美元的美国政府和政府机构债券，550亿美元的公司证券，220亿美元的权益证券，以及180亿美元的房地产抵押交易贷款和其他资产支持证券。同时，银行还有200亿美元的抵押债务凭证敞口，其中有160亿美元全部由次级资产组成（Bank of America，2007，第54页）。

2008年9月，美国银行年收入下降了31%，资产价值账面减值37亿美元，表外资产损失40亿美元（Farrell，2010，第65页）。但总体上，损失还是可控的。税前利润从2006年的209亿美元跌至2008年的42亿美元，2009年为43亿美元。银行的偿债能力比率从2006年的9.2跌至2007年的8.5，2008年回升至9.7。但是，就在胜利的关口，或者说在混乱的僵局面前，美国银行还是失败了。2008年，银行损失中的绝大部分都来自它在纽约的投资银行部门。当被问及是否打算拓展业务时，美国银行CEO肯·刘易斯（Ken Lewis）表示："我从不轻易说不……但目前，我已经享受到了投资银行业务能带来的所有乐趣。"（Cimilluca，2007）几周后，刘易斯批准了对破产的美林证券投行的收购。结果证明，这是个灾难性的决定。2008年，美国银行因美林的交易性资产而遭受了130亿美元的未实现损失，被迫寻求200亿美元的政府支持。2010年，美国银

行损失13亿美元，年末股价从2010年的13.3美元跌至2011年的5.5美元。

美联银行

1879年，美联银行创立于北卡罗来纳州，并通过一系列并购迅速扩张，并购对象包括第一联合银行（First Union Corporation）（2001）、保诚证券（Prudential Securities）（2003）、大都会西部证券（Metropolitan West Securities）（2003）、索特信托公司（Sought Trust）（2005）、西方公司（Westcorp）（2005）以及金色西部金融公司（Golden West Financial）（2006）。借此，美联银行的总资产从2000年的2540亿美元增至2007年的7820亿美元。

从很多方面来看，美联的资产负债表是相对较保守的。2006年，美联银行的杠杆率为9.7（低于2000年的16）。贷款占资产总额的61%（高于2000年的48%）。交易性证券仅占资产总额的1%。银行的贷款质量也表现良好，2006年，减值贷款仅占总贷款的0.29%。最后，美联银行的客户存款相当于总负债的61%（比2000年的55%有所上升）。

但是，美联最终还是难逃破产厄运。2007年，美联税前利润为87亿美元，2008年第一季度损失3亿美元，第二季度损失额增至89亿美元。为了自保，2008年1月，美联成功补充了60亿美元资本，2008年4月又增资80亿美元。但这些都不够。2008年9月，投资者争相从美联提取存款，或者将存款减至10万美元的存款保险额度以下。仅在2008年9月下旬的某一天里，美联就流失了超过50亿美元的存款。9月29日，联邦存款保险公司宣布，美联具有“系统重要性”，同时表示将确保满足美联的融资需求，并将其资产和负债转移至花旗集团。当时的预期是花旗能以甩卖价收购美联。但是，10月3日，富国银行宣布与美联合并。这一交易最终于2008年12月31日完成。

美联是不是大众对美国金融业普遍丧失信心的无辜牺牲品呢？我们知道，美联的杠杆率相对较低，且基本上没有参与证券交易。但是，

2007年，美联的资产负债表上依然持有22亿美元的抵押贷款支持证券和114亿美元的“其他”资产支持证券（Wachovia，2008，第87页）。而这些证券中，仅一半为AAA级（Wachovia，2008，第15页）。此外，美联还因子公司金色西部金融公司而承受了巨大损失，该子公司为屋主提供“自选套餐”抵押贷款，比如每月支付金额可以低于应付贷款利息。2007年，美联因这些房地产抵押贷款损失了1.11亿美元（Wachovia，2008，第16页）。之后，富国银行报告称（Wells Fargo，2009，第48页），截至2008年12月，与美联合并后，出现了巨额“购入的不良信用”（purchased credit-impaired）贷款损失，其中商业地产和境外贷款项下损失达到48亿美元，“自选套餐”贷款项下损失高达102亿美元，“其他”消费者贷款损失为20亿美元。这些都表明，虽然美联可能并未像雷曼兄弟或花旗集团一样转变为交易商银行，但它确实大幅降低了信贷标准并大量购入资产支持证券，试图从繁荣的房地产市场中获益。因此，美联并非无辜的旁观者，而是危机的直接参与者。

摩根士丹利

由于《格拉斯—斯蒂格尔法案》要求摩根大通将商业银行和投资银行业务分离，1935年，摩根士丹利成立。1997年，摩根士丹利与证券经纪公司迪安·威特（Dean Witter Reynolds）合并。2004年，摩根士丹利税前利润达62亿美元，净资产收益率为15.8%——仅略低于高盛的16.9%。但是，2005年6月，8名大股东和前任高管一起公开指责公司时任摩根士丹利CEO裴熙亮（Philip Purcell），认为他“没能保持高水平的净资产收益率；没能保持和其他同类公司一样的盈利增长；公司过去5年中零售和投资管理业务业绩太差”（Group of Eight，2005a）。这些激进分子成功更换了银行管理层，2005年6月，裴熙亮的职位被麦晋桁（John Mack）取代，后者在2001年与裴熙亮的一场权力斗争失败之前曾供职于摩根士丹利。麦晋桁之前曾负责瑞士信贷银行（Credit Suisse）在纽约的交易业务，还曾担任对冲基金公司佩科特资本管理公司（Pequot Capital）的董事长。摩根士丹利全球并购业务负责人保罗·

陶布曼（Paul　Taubman）认为，麦晋桁“没有认清形势，我们的行动已经如此迟缓”（Raghanvan，2007）。麦晋桁明确表示，他想增加盈利，核心策略就是要“投资金融衍生品业务，更多地参与住房抵押贷款的金融市场，用银行的自有资本进行更大风险的交易”（Raghanvan，2007）。这一策略在短期内取得了成功。麦晋桁曾向股东致函，介绍摩根士丹利2006年的傲人业绩，股价上涨36%，摊薄每股收益增长47%，净利润增长44%，净收入增长26%。用麦晋桁自己的话来说，取得这些成绩的原因是“利用我们的全球网络”来“缩小”与竞争对手在“杠杆融资、住房抵押贷款和权益衍生工具”等领域的“差距”（Morgan　Stanley，2007）。该行税前利润从2004年的62亿美元增至2006年的112亿美元，同期净资产收益率则从15.8%升至22%。

2007年12月，摩根士丹利的杠杆率为40，高于2000年的22（FCIC，2011，第65页）。此时，摩根士丹利的资产负债表上持有230亿美元的美国政府机构证券，1400亿美元的公司证券，以及770亿美元的衍生品。摩根士丹利还保留了大额住房市场敞口，其中包括87亿美元的夹层级(注)次级抵押债务凭证，78亿美元的次级信贷违约掉期，40亿美元的贷款，以及87亿美元基础资产为非次级资产的住房抵押贷款支持证券（Morgan　Stanley，2008，第65—66页）。2006年，在与住房抵押贷款相关的抵押债务凭证发行量方面，摩根士丹利仅次于美林（FCIC，2011，第202页）。次级资产泡沫刚一破裂，摩根士丹利（Morgan，2010，第45页）就遭受了17亿美元的“住房抵押贷款相关损失”和78亿美元的次级资产账面减值。此时，摩根士丹利一个摇摇欲坠的相对优势就是它的融资基础。和当时很多竞争对手相比，摩根士丹利持有更多的存款（2007年为310亿美元），对短期批发借款的依赖性较低（在该行1240亿美元的负债中，只有340亿美元为短期债务，而其中又只有120亿美元为随时可能需要偿还的无期限借款）（Morgan　Stanley，2010，第81页；FCIC，2011，第297页）。但是，这些优势还不够。9月15日，雷曼兄弟刚宣布破产，批发融资市场就遭遇冰冻，当日，摩根士丹利不得不向美联储借款350亿美元，才得以维持运行

（FCIC，2011，第361页）。9月21日，摩根士丹利和高盛一起提出申请，希望从投资银行改为受美联储监管的银行控股公司。几天后，日本最大的银行三菱金融集团（Mitsubishi Financial Group）宣布对摩根士丹利投资90亿美元。2008年，摩根士丹利总计从美联储借款1070亿美元，税前利润从2006年的112亿美元跌至2007年的27亿美元，到2008年仅为12亿美元，2009年更是亏损11亿美元。摩根士丹利挺过了2007—2008年的金融危机，并在2010年恢复盈利。但是，我们难称其为成功的故事。

房利美和房地美

本书研究的重点是英美最大型的商业银行和投资银行。要了解美国金融体系的缺陷，就不得不分析政府支持的两大住房公司——房利美和房地美（也简称为“两房”）——以及保险集团美国国际集团所扮演的角色。后文会另行讨论美国国际集团——其交易运作主要发生在伦敦。1936年，房利美成立，即联邦全国抵押协会（Federal National Mortgage Association）。房利美可购买由联邦住宅管理局（Federal Housing Administration）担保的住房抵押贷款。1968年，房利美改组成为一家名义上独立的交易公司。1970年，美国国会又成立了一家公司——房地美，即联邦住宅贷款抵押公司（Federal Home Loan Mortgage Corporation）。房地美主要负责从非银行互济储贷机构（nonbank savings and loan“thrifts”[注]）购买住房抵押贷款[注]。由于“两房”被视为政府的代理机构，因此市场充分认可其信用度，所以“两房”得以在批发市场上以比商业银行更低的利率获得借款。利用这些借款，“两房”购买银行或地方住房抵押贷款公司发放的住房抵押贷款，为这些贷款提供担保，然后或将其出售给外部投资者，或在“两房”资产负债表内持有。从2000年到2006年，“两房”的资产以10%的年均增速增长。2004年，“两房”购买了全美新发放的所有住房抵押贷款中的57%（2006年，面对银行竞争，“两房”的市场份额减少至36%）。到2007年底，“两房”为3.5万亿美元的抵押贷款支持证券提供担保并将其出售给外部投资者，同时还持有1.4万亿美元的住房抵押贷款（M.Lewis，2010，第81页）。美国各

银行共购买了8170亿美元由“两房”担保的资产（Acharya，Richardson，et al，2011，第25页）。到2008年6月，“两房”的负债和履约义务合计6.6万亿美元——高于美国联邦政府的公共债务总额（Woll，2014，第84页）。

21世纪头10年，国会施压要求“两房”扩大民众的房屋所有权，“两房”因此降低了早前严格的信用标准，并进入次级市场。2004年，“两房”购买了1600亿美元的次级住房抵押贷款（FCIC，2011，第124页）。2006年，面对不断下降的市场份额，“两房”加倍努力地开展次级房贷相关业务，而当时的房地产市场已经显现衰退迹象（Acharya，Richardson，et al，2011，第58—60页）。同年，“两房”购买了1200亿美元的次级住房贷款。两房资产增长主要通过负债而非股本来提供资金。对商业银行和投资银行而言，必须对表内住房抵押资产计损4%的资本储备。虽然这不足以吸收银行在2007—2008年的损失，但对纳税人而言，确实起到了缓冲作用。但是，对于“两房”而言，当局仅仅要求“两房”为其担保并出售给其他投资者的抵押贷款支持证券计提0.45%的资本，以及为表内持有的抵押贷款支持证券计提2.5%的资本。2007年，“两房”的杠杆率达到惊人的75（FCIC，2011，第ｘｘ页）。一旦房屋因抵贷而回收数量增加，房价开始下跌，就意味着“两房”面临资不抵债的风险。阿卡丽娅等（Acharya，Richardson，et al，2011，第3页）将“两房”描述为“地球上最大的对冲基金”。2007年11月，根据“两房”的报告，其损失合计35亿美元。若没有这两家公司，住房市场早已停滞，为了保证其流动性，美国政府允许它们继续融资并购买住房抵押贷款。但是，2008年9月，“两房”被接管，到2010年，为了维持其业务经营，美国财政部已向“两房”投入1510亿美元，即纳税人在为此埋单（FCIC，2011，第ｘｘvi页）。

反潮流：美国银行体系的幸存者与发达者

与上文探讨的银行不同，美国一些知名的投资银行和商业银行受危机影响较小，并因此占据了相对有利的位置。这些银行包括高盛集团、摩根大通和富国银行。

高盛集团

1869年，高盛成立于纽约，20世纪30年代成为一家大型投资银行。1999年，高盛从私人合伙企业转为上市公司，其48%的股权为外部投资者持有。到2005年，高盛首先是一家交易银行，在该行370亿美元的收入中，有15%来自投资银行业务，68%来自交易和自有账户下的自营交易（FCIC，2011，第66页），15%来自资产管理（Goldman Sachs，2007，第9页）。净收入的51%来自美洲，29%来自英国、欧洲和中东，20%来自亚洲（Goldman Sachs，2007，第136页）。2004年，高盛成为第一家发行合成抵押债务凭证——阿巴库斯（Abacus）——的银行（FCIC，2011，第143页）。2004年到2007年5月，高盛出售了47只合成抵押债务凭证，总市值660亿美元。到2007年11月，高盛的资产负债表上有540亿美元的抵押贷款支持证券和其他资产支持证券，390亿美元的公司债证券，以及500亿美元的信用衍生产品（Goldman Sachs，2007，第99页）。此外，高盛在资产负债表外还持有180亿美元的抵押贷款支持证券，100亿美元的公司抵押债务凭证和抵押贷款凭证，以及170亿美元的房产（Goldman Sachs，2007，第107页）。高盛的盈利能力惊人。税前利润从1998年的25亿美元升至2003年的44亿美元，2005年为82亿美元，2006年已经达到140亿美元。高盛公布的杠杆率为35（高于2000年的22）。

但是，危机开始之前的几个月，高盛却已经几乎完全调整了交易方向和头寸。2006年全年，一小群高盛交易员押下住房抵押贷款价格即将下跌的“赌注”，并从中获取了巨额利润。同年12月，分析师撰写了一份关于“住房抵押贷款业务的重大风险”的管理报告，上报高盛的首席财务官大卫·维纳尔（David Vinar）和首席风险官克雷格·布罗德里克（Craig

Broderick）（FCIC，2011，第235页）。次日，高盛的执行董事们决定大幅减少住房抵押贷款相关敞口，务必将持有的抵押债务凭证和资产支持证券以市场能接受的任何价格售出。三天内，高盛就出售了15亿美元的住房抵押证券。2007年，高盛又大规模押下抵押贷款支持证券的市场价格下跌的“赌注”。高盛的行为引来了竞争对手的指责，认为高盛通过不公平的方式迫使市场价格下跌，因为高盛明知其他银行可能会跟进却仍大幅降价卖出。这些指责难以让人信服。2007年，住房抵押证券的确定价过高，这也是为什么市场价格在高盛的引领下开始迅速下跌。威廉·科汉（William Cohan，2011，第591页）表示，以这种方式做空市场的房地产抵押交易部门（trading desk）在2007年获益37亿美元，其中3.73亿美元是单日进账。2008年，高盛税前利润23亿美元，2009年为180亿美元，2010年为120亿美元。净资产收益率从2006年的23%跌至2007年的3.5%，2009年又回升至17.4%。高盛的强劲表现也得益于其负债结构。2006年，高盛的短期债务为470亿美元，而长期债务却高达1200亿美元，最长期限的到期时间为2036年（Goldman，2006，第95页）。

金融危机期间，高盛也并非毫发无伤。雷曼兄弟破产后的几周内，高盛和摩根士丹利一同转为银行控股公司，开始接受更严格的政府监管。用它自己的话说，高盛（Goldman，2008）变成了一家银行控股公司，因为“根据当时市场的普遍看法，接受美联储监管具有特殊的重要价值，可获得更多的融资选择”。危机到来时，高盛拥有很强的流动性。但雷曼兄弟破产后，高盛还是拼命借入短期资金来满足偿付需求，毕竟在当时的市场上，除了美国国债外，恐慌的投资者根本不愿持有任何其他形式的投资。

> 尽管高盛比其竞争对手情况稍好……但它可能就是下一个目标，这一点已不是秘密。高盛流动性恶化的速度较慢，但还是在恶化；一些公司已经停止与该行开展交易……高盛债务的互换溢价已经达到50万美元，在市场眼中，高盛的融资能力已几乎丧失殆尽。在这种恶化的状态下，高盛恐怕也只能维持几周时间。

（Lowenstein，2010，第227页）

2008年10月，高盛还接受了100亿美元的政府资助，直到2009年4月才还款。此外，危机后，高盛的声誉也受损严重。评论家指责高盛利用了与华盛顿的密切关系并从中获益：这集中体现在公司两名前高层管理人员罗伯特·鲁宾（Robert Rubin）和汉克·保尔森被任命为财政部长。高盛2009年盈利180亿美元，而政府利率下调和量化宽松实际上扩大了该行盈利，这也引来了批评，尤其是当高盛时任CEO劳埃德·布兰克费恩（Lloyd Blankfein）表示，高盛在做的是“上帝的工作”，更是引发了哗然（Gapper，2009）。2009年，一位名为马特·塔伊比（Matt Taibbi，2009）的记者发表了著名的论调，谴责高盛是“披着人脸的巨大吸血乌贼，一直残忍地将吸血漏斗插入任何有钱臭的东西”。之后，有投资者指控高盛欺骗投资者，鼓励他们购买住房抵押贷款支持证券的抵押债务凭证，而同时自己却在卖空这些抵押债务凭证，美国参议院某小组委员会指责高盛在此事中提供了误导性证据。几个月后，在此案审判前，高盛支付了5.5亿美元和解这起诉讼案。不过，和当时的直接竞争对手贝尔斯登、雷曼兄弟和美林相比，高盛度过了危机并维持了强大的地位。

摩根大通

2000年，美国大通曼哈顿银行（Chase Manhattan Bank）和摩根公司（JP Morgan）合并成立了摩根大通。摩根大通银行一直被看作是“（银行业）危机的胜利者”和新的“华尔街之王”（Lowenstein，2010，第292页），其CEO杰米·戴蒙（Jamie Dimon）也一直是各类充满溢美之词的传奇传记的主角（D.McDonald，2009；Tett，2009）。摩根大通在危机中的表现在很大程度上（但非完全）证明了该行的美誉名不虚传。2006年，摩根大通税前利润为206亿美元，2007年升至228亿美元，2008年跌至46亿美元，2009年又恢复到161亿美元。2006年净资产收益率为12.4%，2007年为12%，2008年为3.3%，2009年恢复至7%。在

此期间，银行的偿债能力比率仅有小幅下跌，从2006年的8.5跌至2007年的7.8和2008年的7.6。与其他大型商业银行和投资银行相比，摩根大通的收益是惊人的。另外，危机期间，摩根大通还以甩卖价收购了贝尔斯登和华盛顿互惠银行。2008年，摩根大通也接受了100亿美元的财政部资金，虽然高管层坚称他们这么做是在执行政府的命令，并且一经允许就已还清借款。戴蒙曾在多个场合表示“我们没有伸手要，我们不想要，也不需要”（D.McDonald，2009，第310页）。

为什么摩根大通能挺过2007—2008年的危机呢？在危机前的金融业繁荣时期，摩根大通的资产负债表一直走保守路线。2006年，摩根大通的杠杆率相对较低，为11（低于2000年的16），客户存款总额对资产的比重也较合理（为47%，高于2000年的39%）。此外，与花旗集团不同的是，摩根大通不存在表外的未公开资产。2004年，摩根大通以80亿美元将其仅有的结构性投资载体出售给了渣打银行，并将其对其他银行结构性投资载体的120亿美元敞口减少到5亿美元。同时，摩根大通并未参与高风险资产的交易和投资。20世纪90年代后期，摩根大通的交易员首创了抵押债务凭证和信贷违约掉期交易（Tett，2009），摩根大通也是第一家由美国国际集团来为其持有的抵押债务凭证提供保险的银行。但是，2001年，摩根大通认为，抵押债务凭证收益和美国国债收益之间的利差相对较小，不值得为此承担表内持有抵押债务凭证的风险，因此决定退出抵押债务凭证市场。到2006年，在资产支持抵押债务凭证发行量的全球排行榜上，摩根大通已经被甩到了第19名（L.McDonald，2009，第214页）。2005年，摩根大通还决定缩小自营交易敞口。

不过，摩根大通还是在一定程度上受到了危机的影响。在2006年年报（JP Morgan Chase，2006，第10页）中，摩根大通承认自己犯了错误，不该继续直接借钱给购房者，更不该放松信贷标准。到2008年12月，摩根大通的次级资产总敞口（贷款和证券）达9亿美元，次优级资产敞口为39亿美元，优级资产敞口为46亿美元（JP Morgan Chase，2009，第169页）。这一年，摩根大通在次级投资上损失了3.69亿美

元，在优质和次优级资产上损失了40亿美元。总体而言，从2007年6月到2010年3月间，摩根大通的账面减值和信用损失共计达690亿美元（同期，花旗集团同类损失为1300亿美元，美国银行为970亿美元，美林证券为550亿美元）（Acharya，Kulkarni and Richardson，2011，第147页）。其中绝大部分损失反映了资产价值的价格在经济萎缩期内的普遍下降。但同时，它也表明，摩根大通危机后享有的审慎经营的声誉也并非始终与事实完全相符。另一有损该行声誉的事件发生在2012年，一位名为博阿兹·温斯坦（Boaz Weinstein），绰号为“伦敦鲸”的交易员在合成信用产品上损失了60多亿美元（Fitzpatrick，Zuckerman and Rappaport，2012）。摩根大通（2013）在其事件报告中将这些损失归因于“交易策略有误、监督失察、风险管理存在缺陷，以及其他方面的不足”。但是，此次损失的数额之大，与摩根大通自诩的不做自营交易的风险厌恶型银行的形象相去甚远。2013年11月，摩根大通同意拿出130亿美元，与美国司法部就在住房抵押贷款支持证券资信问题上误导潜在投资者的一系列调查进行和解。事实上，这些调查主要（但非仅仅）关注危机后被摩根大通收购的贝尔斯登和华盛顿互惠银行。不过，此次和解进一步损害了摩根大通的声誉。

富国银行

19世纪50年代早期，富国银行创立于加利福尼亚州，起初是一家马车快运公司。现在的富国银行是由明尼那不勒斯的西北银行和旧金山的原富国银行于1998年合并而成。用它自己的话说，富国银行（2008，第6页）的“财务结构是保守的”。到2006年，富国银行的杠杆率仅为10.5（与2000年相同）。其资产负债表内业务主要为住房抵押贷款，而非证券化或金融交易。该行73%的资产为贷款（高于2000年的62%），这一比重是花旗的两倍以上。总贷款中的34%为对公商业贷款。2007年，交易性证券仅占其资产的1.1%。2007年12月，富国银行仅持有74亿美元的抵押贷款支持证券，且全部为被“独立第三方定价机构”评为AAA级的产品（Wells Fargo，2008，第113页）。富国银行对批发融资的依

赖程度也较低。2006年，富国银行存款余额2230亿美元，相当于资产余额的59%（低于2000年的62%）。2007年，富国银行在短期市场上的借款仅为210亿美元（Wells Fargo，2007，第44页）。上述资产负债表结构使得富国在金融危机到来时仍然实力雄厚。在《巴隆周刊》（Barron's）发表的一份广为引用的报告中，马克·维弗卡（2008）提出并回答了以下问题：

> 面对美国危险的信贷乱局，哪家大银行有可能找到最安全、最快捷的应对方法？押注富国银行是绝佳选择。部分原因在于有很多事富国银行没有去做。和大多数受到重挫的同行不同，总部位于旧金山的富国银行并未在资本市场上大量参与信用衍生品、结构性投资载体或抵押贷款支持证券业务。该行并未受到巨额次级住房抵押贷款的拖累，比起大多数银行，富国银行的资产负债表可以扛住更多的子弹。

这一信心满满的预断基本上得到了证实。富国银行“与其他大银行相比，在2008年次贷危机中受的冲击可能要小得多”（Dash and De la Merced，2009）。在繁荣的2005年，富国银行的减值贷款占比为0.38%，到2008年也仅仅升至0.76%，且2008年的税前利润为32亿美元。但是，接管美联银行还是给富国银行带来了一定的冲击。此次收购使得富国银行的资产翻了一倍多，从5750亿美元增至1.309万亿美元。但我们也看到，富国银行因美联银行的贷款业务而承担了巨大的损失。2012年8月，美国证券交易委员会控告富国银行下属的经纪公司和一名前任副总裁在将与抵押贷款支持证券相关的投资出售给外部投资者时，未能完全了解其复杂性，未完全将风险披露给投资者，这一事件加剧了富国银行在收购美联银行后面临的困境（Protess，2012）。

在美国银行体系内，还有许多小型的区域性银行基本上没有受到危机的影响。前匹兹堡国民银行（Pittsburgh National Bank）金融服务集团2007年持有资产1380亿美元，在15个州开展银行业务。2006年，该行税

前利润为39亿美元，2007年为20亿美元，2008年为12亿美元，2009年为32亿美元。偿债能力比率也仅有小幅下降，从2006年的10.4降至2007年的6.8，2008年升至9.7。虽然按照当局要求，匹兹堡国民银行接受了纳税人的支持，但2008年10月，危机后的匹兹堡国民银行仍然有能力以52亿美元收购克利夫兰的国民城市银行（National City Bank），从而使其资产几乎翻倍。危机发生前的几年中，BB&T银行（Branch Banking & Trust）的资产负债表也相当保守。2006年，该行总贷款占总资产的68%，交易性证券仅占资产的1.8%。2006年和2007年，它的税前利润均为24亿美元，2008年增至25亿美元。最后，明尼那不勒斯的美国合众银行（US Bancorp）同样表现不凡，2006年资产为2190亿美元，表内无任何交易性证券资产，总贷款为总资产的68%。2006年，该行税前利润为68亿美元，2007年减少至60亿美元，2008年为40亿美元。偿债能力比率从2006年的9.6降至2007年的8.8，2008年又回升至9.8。2008年10月，合众银行收购了第一国民银行（First Citizens Bank）的部分股权，2009年又收购了已破产的FBOP公司（FBOP Corporation）旗下的原属区域银行网络。

英国

背景

19世纪，大不列颠的经济霸权巩固了伦敦作为全球交易中心的地位（Gieve，2007，第3页）。20世纪，伦敦不得不转型为全球金融交易中心——通常称之为“伦敦金融城”。这一转型过程始于20世纪60年代，当时英国各银行在“欧洲美元市场”的发展中发挥着举足轻重的作用，所谓“欧洲美元市场”是在美国之外以及美国监管管辖外的地方以美元计价的交易业务。到1975年，为参与欧洲美元市场，58家美国银行在伦敦设立了分行。经济学家蒂姆·康登（Tim Congdon）认为，伦敦金融城已经成为“一个崭新的国际大资本市场的中心，无可匹敌”（转引自

Kynaston，2011，第568页）。首先，伦敦所处的时区与亚洲和美洲市场时间都有重叠，这一优势地理位置推动了伦敦向金融中心的复苏。其次，英格兰银行也发挥了作用，因为该行对欧洲美元市场几乎不施加任何监管。此外，20世纪70年代，英国政府取消了银行利率上限和信贷限制，这也是金融城之后著名的“柔性”监管模式（“light-touch”regulatory approach）的一部分。20世纪90年代到21世纪头10年，连续几届保守党和工党政府通过技术移民、税收政策和其他监管改革措施，进一步加强了金融城在全球的吸引力（Augar，2010，第38—44页）。例如，2001年的《金融服务法案》（Financial Services Act）将“考虑资本的国际流动性”和“防止损害英国的竞争力”纳入了金融服务局的法定职责。由于这些柔性监管措施，高恩（Gowan，2009，第16页）认为，伦敦对于纽约的意义，近似于关塔那摩湾（Guantanamo Bay）对于华盛顿：在家里做不了的事，你可以在国外做。到2006年，根据游说团体英国金融城（CityUK，2008）的估计，金融和银行业对英国经济的贡献高达1030亿英镑，占英国GDP的8.3%，在伦敦提供了303000个工作机会，产生了440亿英镑的贸易盈余，吸引了400亿英镑的外国直接投资，占公司税收收入的25%。

全球各大银行几乎都在伦敦开设了网点。到2006年，伦敦占有全球外汇衍生品市场49%的份额，在利率衍生品市场的占比为34%，而且全球20%的对冲基金在伦敦进行管理。2007年，纽约市长迈克尔·布隆伯格（Michael Bloomberg）和参议员查尔斯·舒默（Charles Schumer）共同发表了一份报告，描述了伦敦的优势地位和纽约的相对衰退，同时警告纽约面临着退化到“区域性市场地位”的危险（Bloomberg and Schumer，2007）。但是，英美银行业跨大西洋的发展并不是单向的。苏格兰皇家银行在美国成立了子公司格林尼治资本市场公司（Greenwich Capital Markets），该公司当时是美国国债的一级交易商（primary dealer）。2007年，苏格兰皇家银行收入的15%都来自美国（RBS，2007a，第210页）。此外，下文会介绍到，汇丰银行收购了消费金融公司家庭国际公司（Household International）和次级抵押贷款公司第一决策（Decision

One）之后，对美国住房市场持有大量的直接敞口。2007年，巴克莱银行（2007b，第2页）在50个国家开展银行业务，在20个国家聘请了员工。据英格兰银行货币政策委员会的外部成员本·布罗德本特（Ben Broadbent，2012）估计，英国银行业损失中的3/4都源于海外资产。但在21世纪头10年，在培育金融交易比较优势的国际竞争中，赢者还是伦敦。

在2007—2008年危机期间发生的损失中，分别有多少损失是直接源于伦敦或纽约的交易，我们无从得知。银行不会公布此类信息。的确，讨论某个特定的地方发生了多少损失，有时会没有意义，因为在通常情况下，交易是由各团队在不同的地方完成的。但是，如果我们去关注一下英美最大型银行以外的银行，就会发现，来自不同国家的各式各样的金融机构已经把伦敦当成了一个交易中心，这一点我们会在下文详述。

虽然金融城在迅速发展，但20世纪80和90年代早期，英国最大型银行的表现不佳（Augar，2010，第16—27页）。大型酿酒公司健力士（Guinness）被收购期间的股价操纵事件，使得许多银行受到了内幕交易和虚假陈述的指控。1991年国际商业信贷银行（Bank of Commerce and Credit International）和1995年巴林银行（Barings）颓然倒塌，引发了对监管不力的指控。20世纪90年代早期，几乎所有最脆弱和最古老的英国商业（投资）银行，包括巴林、华宝（S.G.Warburg）、史密斯·钮考特（Smith New Court）和佳活宾信（Kleinwort Benson），都成了美国、日本和欧洲的大公司的并购对象。英国银行业这场重大洗牌的最终赢家还是最大型的商业银行。到2007年，六家最大银行占英国银行业总资产的87%，其中包括汇丰控股（总资产2.3万亿英镑）、苏格兰皇家银行（总资产1.9万亿英镑）、巴克莱银行（总资产1.1万亿英镑）、哈里法克斯银行（总资产6670亿英镑）、劳埃德银行集团（总资产3530亿英镑）和渣打银行（总资产3290亿英镑）。20世纪50年代英国银行业的总资产相当于GDP的27%，到2006年已经超过了GDP的500%（Haldane and Allesandri，2009）。

六大商业银行盈利能力极强。2004—2006年，能查到汇总数据的94家银行的平均净资产收益率为16.6%。2007年，汇丰、苏格兰皇家、哈里法克斯、劳埃德、巴克莱和渣打分别公布了税前营业利润数据，依次是200亿、90亿、70亿、30亿、60亿和45亿英镑。推动收益增长的部分原因在于低利率和消费债务拉动下的商业和家庭贷款扩张。1997—2007年，英国实际家庭债务年增长率为10%。英国总负债从1997年的5700亿英镑（略高于可支配净收入的100%）增至2007年的1.5万亿英镑（略高于可支配净收入的175%）（Farlow，2013，第19页）。交易业务的增加也拉动了收益增长。六大银行的生息总贷款占总资产的比重从2000年的59%跌至2006年的49%。相反，六大银行资产负债表内交易性证券价值占总资产的比重却从1990年的3%增至2000年的10%，到2004年为16%。衍生品交易的税前利润占比迅速增加，1994年为9%，2001年为12%，2004年为27%，2006年为56%。六大银行还扩展了住房抵押贷款业务，以满足消费者对住房贷款日益增长的需求。2007年之前的10年间，银行贷款增加了两倍。但需要注意的是，在此期间，大多数商业贷款的投向为房地产业，而制造业贷款实际上是减少了。2008年，在英国银行体系6万亿英镑的总资产中，只有大约2000亿英镑投向工商界，占比仅为3%（Farlow，2013，第57页）。

为了给资产扩张提供资金支持，六大银行还提高了杠杆率。英国六大银行的平均杠杆率从1994年的20上升至2007年的26。恩格伦等人（Engelen，et al，2011，第108—110页）在《巨大的自满之后》（After the Great Complacence）一书中提出了令人信服的观点，即杠杆率的增加是银行盈利增加的重要原因。总体而言，银行没有学会如何从表内资产中获取更多的收益。21世纪头10年，六大银行的净资产收益率虽然高，但银行的净资产收益资产收益率却在0.5%到1.5%之间波动。银行盈利以及净资产收益率的大幅增加是因为它们利用负债放大了资产对权益的相对规模。2007年，六大银行的客户存款总额为2.098万亿英镑（高于2000年的9900亿英镑）。但是，这些存款仅相当于负债的35%（低于2000年的57%）。据英国金融服务局（FSA，2011，第46页）估计，英

国大型银行的“客户融资缺口”（customer funding gap）从2000年10亿英镑的较低水平增长到2006年的6000亿英镑。英格兰银行（2007）估计，2006年，英国银行批发融资期限的中位值为3个月，44%的批发融资将在3个月内到期（Hardie and Maxfield，2013，第73页）。此外，由于银行高管认为即使发生金融问题也总能出售资产，因此把流动性卡得很紧。1970年，伦敦的清算银行[注]所持资产中的30%都是现金或短期流动工具。到2008年，这一比例已经降到1%（Farlow，2013，第72页）。由于杠杆增加、流动性降低，银行在市场逆转时会变得非常脆弱。

2007年，英国财政大臣戈登·布朗（Gordon Brown，2007）称颂“伦敦金融城进入了一个新黄金时代”。当时，涵盖英国最大型公司的富时100指数（FTSE-100）中有9家是银行。但在此后的18个月中，这9家银行中就有5家被收购或实际上被国有化（Treasury Committee，2009c，第7页）。我们在第六章里会看到，英格兰银行和英国财政部几乎并未发现金融危机即将到来的迹象。英国内政部前常务次官（permanent secretary）约翰·基弗爵士（Sir John Gieve）以戏谑的口吻描述了自己履新英格兰银行金融稳定部门负责人时的情景。

> 我2006年才上任……当时已经在内政部工作了四年，那是我人生中压力最大、最疯狂的四年。我来到央行，它看上去就像座庄严的陵墓……记得我的一位前任说过，这是他曾去过的唯一一个能听见时钟滴答声的地方，它的工作时间表细致而持久，每季度都会进行大量讨论，学术性很强。在我看来，它就像是人间天堂。但一年以后，一切都土崩瓦解了。（访谈，2013年4月19日）

2007年9月，危机到来，英格兰银行被迫向市场提供流动性支持，并在英国北岩银行遭受挤兑后向储户保证其存款安全。此时，英格兰银行并未意料到一场大危机即将到来。事实上，英格兰银行行长默文·金还将2007年8月欧洲市场的动荡称为是“一个值得欢迎的发展”，有助于

实现更加“现实的风险评估”（Irwin，2013，第6页）。但是，在市场紧缩的情况下，英格兰银行很难找到愿意收购北岩银行的买家，最终，北岩银行在2008年2月被国有化，并在2010年1月以区区7亿英镑出售给了维京金融公司（Virgin Money）。2007年末到2008年初，越来越多的英国银行宣布本行持有或从其他银行购入的住房抵押贷款支持证券出现损失。在很短的时间内，各银行发现自己陷入难以逃离的恶性循环：资产价格下跌，融资成本升高，资本日益紧缺。2008年4月，英格兰银行发起了一项特别流动性计划（Special Liquidity Scheme），允许银行暂时将抵押贷款支持证券转换为英国财政部的债券。当月，苏格兰皇家银行和哈里法克斯分别宣布将发行120亿英镑和40亿英镑的优先认股权来筹集新资本。9月18日——雷曼兄弟破产后的第三天——劳埃德与哈里法克斯合并，金融服务局开始禁止金融机构股票卖空。9月29日，布拉德福德和宾格里房地产抵押贷款银行（Bradford and Bingley Building Society）破产。和北岩银行一样，布拉德福德和宾格里以前也是建房互助协会，同样在20世纪90年代实现银行化。2008年5月，北岩银行崩溃后市场对布拉德福德和宾格里的融资模式存有担忧，因此，布拉德福德和宾格里宣布发行3亿英镑的优先认股权。此举遭受了巨大失败。私人投资者，包括已经承诺要购买此次发行量23%的大型私募股权公司德州太平洋集团（TPG Capital），全都放弃了。银行艰难地试图将存量贷款证券化，以继续经营下去，但最终还是被一分为二。420亿英镑的房地产抵押贷款实际上被国有化，分支网络和存款业务则被出售给西班牙银行集团桑坦德（Santander）。10月上旬，英格兰银行估计英国六大银行的资本损失已经超过1000亿英镑，单个机构的偿付能力以及整体金融体系稳定性都受到了威胁（Quaglia，2009，第1068页）。10月8日，由于批发融资市场全盘停滞，英国一些最大型银行距离崩溃的时间屈指可数，于是，政府宣布将提供370亿英镑帮助英国银行补充资本，为中短期贷款和银行借款提供2500亿英镑的担保，并为批发贷款要求提供担保。当首相戈登·布朗应邀为这场紧急救助提供合理解释时，他表示自己没有别的选择，“奖励失败”并非他本意，但如果多家银行破产，会对

经济造成毁灭性打击："我知道，袖手旁观不是办法。银行业很快就要全盘崩溃，公司将无力向债权人偿债，工人拿不到工资，人们会发现自动取款机已经吐不出现金了"（Brown，2010，第ⅹⅶ页）。11月3日，财政部宣布将其持有的银行股权交由一家新公司——英国金融投资公司（UK Financial Investments）——以商业方式管理。几天后，英格兰银行再次将利率下调1.5%至3%。2009年1月，银行股价依然没有起色，银行纷纷降低杠杆，导致极度惜贷，对此，政府启动了一项新的资产保护计划（Asset Protection Scheme），银行若选择参与该计划，则可为其高风险资产的进一步损失提供保障，而潜在的成本则由纳税人承担。在这场银行救助行动中，英国政府总共投入了1.2万亿英镑。到2012年3月——所有的美国银行已经向联邦政府付清了欠债——英国银行仍然欠款2280亿英镑（Aldrick，2012）。不过，银行业危机引发的二次衰退产生了巨额的经济和社会成本。2012年，英国的GDP较其危机前的最高点低了3%。

英国最大的94家银行的平均净资产收益率从2006年的17.5%跌至2007年的15.5%，到2008年仅为-12.5%，2009年回升至0.03%。2006年，六大银行的平均净资产收益率为18.2%，2007年为16.8%，2008年跌至-14.2%，2009年回升至2%。2006年12月到2007年12月，六大银行的平均股价下跌了30%，2007年12月到2008年12月又下跌了70%。不过，这些数据同样无法显示单家银行间的显著差异。2008年，损失最惨重的是苏格兰皇家银行和哈里法克斯银行。2006年苏格兰皇家银行的净资产收益率为14.2%，2007年为8.4%，2008年剧减至-42%。2006年哈里法克斯的净资产收益率为18.6%，2007年为18.4%，2008年仅为-54.9%。后文将进一步介绍，劳埃德和巴克莱在此期间同样损失巨大，虽然对于劳埃德来说，这些损失几乎全部是因为它不幸收购了哈里法克斯。危机中表现最强劲的是汇丰和渣打。汇丰的净资产收益率从2006年的13.4%和2007年的15.1%降至2008年的6.4%和2009年的4.9%。渣打2006年的净资产收益率为15.1%，2007年为13.7%，2008年为13.2%，2009年为12.3%。为了更清楚地强调单家机构间差异的程度，图3.2列示了六大银

行从2003年到2011年的年末股价。同样，由于这几家银行2003年起始股价有着很大差异，因此在观察这些数据时须特别考虑到这一点。不过，英国国内各银行表现的差异之大仍然令人震惊。苏格兰皇家银行的股价从2006年的5.5英镑跌至2008年末的0.49英镑（跌幅达91%）。2008年，哈里法克斯退市停止交易。劳埃德收购哈里法克斯带来的影响完全显现之后，劳埃德的股价从2006年的5.58英镑跌至2009年的0.51英镑（跌幅同样高达91%）。巴克莱的股价从2006年的7.1英镑跌至2008年的1.53英镑（跌幅为79%），2009年有所回升。表现相对较好的汇丰的股价从2006年的8.1英镑跌至2008年的5.77英镑（跌幅为29%）。最后，渣打银行的股价从2006年的14.9英镑跌至2008年的8.7英镑（跌幅42%），到2009年回升至15.7英镑。

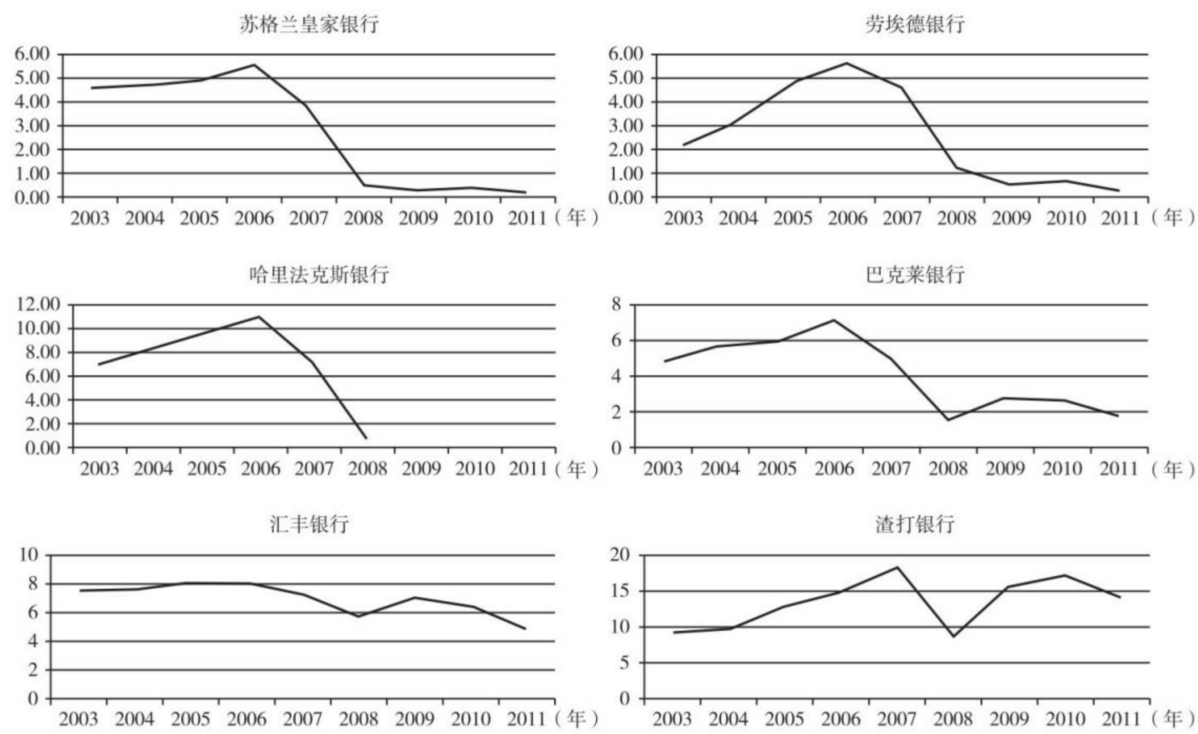


图3.2 英国主要银行年末股价（英镑），2003—2011年

苏格兰皇家银行

苏格兰皇家银行成立于18世纪早期。此次危机发生前的10年间，苏格兰皇家银行通过一系列并购交易，盈利和资产迅速增长，其中包括

1998年以5亿英镑收购美国的公民金融集团（Citizens Financial Group）；2000年以210亿英镑对银行业巨头国民西敏寺银行（NatWest Bank）的恶意收购；2001年以12亿英镑收购了美国的梅隆金融公司（Mellon Financial）；2003年以11亿英镑收购丘吉尔保险集团（Churchill Insurance）；2003年以10亿英镑收购美国马萨诸塞州的社区银行公司（Community Bancorp）；2004年以70亿英镑收购查特湾金融公司（Charter One Financial）；2007年以160亿英镑收购荷兰银行（ABN Amro）。苏格兰皇家银行集团的总资产在1998年为770亿英镑，在2000年收购国民西敏寺银行之后增长到3090亿英镑，2006年为8710亿英镑，到2007年收购荷兰银行之后增至1.9万亿英镑。其盈利增长同样迅猛，1998年为10亿英镑，2001年为42亿英镑，2004年为72亿英镑，2007年为99亿英镑。2004年，苏格兰皇家银行的CEO弗雷德·古德温（Fred Goodwin）因其对银行业的贡献而被授予爵士封号，2005年，女王为苏格兰皇家银行位于爱丁堡郊区价值3.5亿英镑的总部大楼剪彩。但是，苏格兰皇家银行在金融界的堕落之路更加让人震惊。2008年10月1日，英格兰银行为苏格兰皇家银行提供了360亿英镑的过渡性贷款（bridging loan），以帮助其维持经营。10月13日，财政部又向苏格兰皇家银行注资200亿英镑，英国纳税人成为苏格兰皇家银行的大股东。到2009年11月——在一系列政府干预之后——苏格兰皇家银行总共接受了450亿英镑的政府补贴，84%的股份为纳税人所有。2008年10月，弗雷德·古德温爵士提前从苏格兰皇家银行退休，并因享有70万英镑的年恤金而成为公众憎恨的对象。2010年，他的家宅遭到故意破坏，2012年2月，爵位被取消。至于苏格兰皇家银行本身，市场普遍猜测在2015年大选之前，苏格兰皇家银行会被私有化。2013年11月，苏格兰皇家银行管理层宣布在银行内部把380亿英镑的问题贷款作“隔离”处理。

英国金融服务局（FSA，2011，第7页）认为，2007年收购荷兰银行在苏格兰皇家银行的衰落中起到“重要”作用。苏格兰皇家银行牵头一个泛欧财团收购了荷兰银行，在此项交易中投入了160亿欧元。之后，苏格兰皇家银行不得不增加负债，从而带来更多的潜在交易风险，削弱

了股东信心。然而，在收购荷兰银行之前，苏格兰皇家银行其实就已经重构了资产负债表。首先，为了给资产收购提供资金，苏格兰皇家银行增加了杠杆。2006年——收购荷兰银行之前——苏格兰皇家银行的杠杆率为19，比劳埃德、哈里法克斯和巴克莱银行都要低。但2006年，苏格兰皇家银行还在一些表外通道中持有480亿英镑的资产，因此不得不在2007年向这些表外通道发放了150亿英镑的贷款。总体而言，苏格兰皇家银行的“一级”（或核心）资本比率比英国任何其他银行都要低（FSA，2011，第64页）。其次，苏格兰皇家银行对其全球投资银行部交易业务的依赖程度越来越高，其重要性已经取代了作为收入和盈利主要来源的贷款业务。到2006年，苏格兰皇家银行集团的资产中只有54%是贷款形式——收购荷兰银行后，这一比例更是减少至43%（低于2000年的55%）。苏格兰皇家银行进入交易业务市场相对较晚，英国金融服务局（FSA，2011，第140页）认为，“在2006年中期，苏格兰皇家银行制定了一个战略决策，决定大举增加结构性信贷和杠杆金融业务”，导致“其交易组合面临巨大的信用风险”。2005年，苏格兰皇家银行表内持有50亿英镑的交易性证券，相当于总资产的0.7%。到2006年底，这一数字已剧增至1120亿英镑（总资产的12%）。衍生品占资产的14%，2006年和2007年，衍生品交易占苏格兰皇家银行盈利总额的29%。由于苏格兰皇家银行未能减少或有效对冲其敞口，事后证明，这些交易性资产变成了财务负债。2008年，苏格兰皇家银行在信用产品交易上损失了14亿英镑——主要是信贷违约掉期交易——2009年和2010年又分别损失120亿和40亿英镑。

由于在美多家子公司的存在——到2005年，苏格兰皇家银行已经是美国第六大银行——苏格兰皇家银行在美国房地产市场遭受了损失。2008年，苏格兰皇家银行持有335亿英镑由美国政府担保的住房抵押贷款支持证券，50亿英镑的“优级”住房抵押贷款支持证券，11亿英镑的“不合格”住房抵押贷款支持证券，以及18亿英镑的住房抵押贷款支持证券（RBS，2009，第185页）。此外，苏格兰皇家银行还有500亿英镑的担保式抵押贷款支持证券（CMBS）风险敞口（其中45%来自美

国），80亿英镑的抵押债务凭证（95%来自美国），70亿英镑的抵押贷款凭证（90%来自美国），以及970亿英镑的“其他”资产支持证券（60%来自美国）。2007年和2008年，由于购入的证券化资产大幅贬值，苏格兰皇家银行遭受了巨额损失。到2008年12月，苏格兰皇家银行高信用级（AAA和AA减级）的资产支持证券价值仅为2006年价值的30%。苏格兰皇家银行不仅面临错误的投资和交易决定所导致的一系列问题，还过分依赖于批发融资。2007年，客户存款总额仅占表内资产总额的35%（低于2000年的57%）。到2007年9月，苏格兰皇家银行短期批发市场融资规模为700亿英镑。其中整整70%是隔夜借款（FSA，2011，第46页）。2006年，苏格兰皇家银行的资产价值开始下跌，对短期融资的高度依赖变成了致命打击。前苏格兰皇家银行投资银行部主席约翰尼·卡梅伦（Johnny Cameron）在访谈中告诉笔者，“信贷紧缩只是信贷紧缩问题。2008年后期唯一重要的问题就是你的批发存款。这事关存亡。就在最需要的时候，我们却在这方面踏上了下山扶梯。这是灾难发生的决定性因素”（访谈，2013年4月18日）。10月1日，英国政府被迫对苏格兰皇家银行发放360亿英镑借款，此时，在英格兰银行行长默文·金看来，批发债权人拒绝向苏格兰皇家银行授信，这意味着苏格兰皇家银行的崩塌只是“几个小时的事”了（Martin，2013，第17页）。

哈里法克斯银行

哈里法克斯的业务模式重点关注英国国内的住房抵押贷款和商业地产贷款。2007年，哈里法克斯的零售部门对收入的贡献率为25%，公司部门为21%，保险和投资部门为41%，海外业务的贡献率仅为8%，其中包括在以下海外机构的投资：澳大利亚的西澳银行（Bank West）、苏格兰银行（爱尔兰）（BOS Ireland）、欧洲的诚美国际保险公司（Clerical Medical Europe）和北美的加拿大哈里法克斯银行（HBOS Canada）（HBOS，2007a，第172页）。2007年，该行6670亿英镑资产中，有5320亿英镑都在英国（HBOS，2007a，第174页）。和苏格兰皇家银行不同的是，哈里法克斯的交易业务规模相对较小。2006年，总资

产的64%都以贷款的形式存在，这一比例比英国任何一家大型银行都要高。2006年，哈里法克斯持有490亿英镑的交易性证券和80亿英镑的衍生品，但二者分别仅占总资产的8%和1%。2005年，哈里法克斯停止了自营利率交易（Parliamentary Commission on Banking Standards，2013a，第70页）。

哈里法克斯由于增长过于迅猛，放贷过多，且过于依赖批发融资，陷入系统性危机并受其拖累，于2008年破产。银行的贷款规模从2001年的2010亿英镑增至2008年的4350亿英镑。议会委员会在报告（Parliamentary Commission on Banking Standards，2013a，第53页）中总结了哈里法克斯的失败：

> 哈里法克斯不具备投资银行的文化；若一定要说文化，那么该行的主流文化是零售银行和范围更广的零售金融服务，其多数高管人员也出身于此。无论其他银行的问题是何原因导致，哈里法克斯的问题并非投资银行文化污染所致。在它身上发生的纯粹是一次传统的银行破产。它选择了错误的方式来发展传统银行业务。

2000—2008年，哈里法克斯的企业贷款年均增速为15%（Treasury Committee，2008，第7页）。总杠杆率2000年为21.5，2005年为24.2，2007年为29.9。2007年客户存款总额为2430亿英镑（高于2000年的1270亿英镑）。但是，2007年存款总额仅占总负债的36%（低于2000年的54%）。事实上，导致哈里法克斯9月17日崩溃的直接原因之一便是花旗集团发布的一份报告，该报告指出哈里法克斯有1970亿英镑的“融资缺口”（funding gap），其中很大一部分缺口是通过隔夜借款来弥补的（Wearden,2008）。哈里法克斯的高管层注意到了银行对批发融资的高依赖度。其实，苏格兰银行（Bank of Scotland）的高管层之所以要与哈里法克斯建房互助协会（Halifax Building Society）合并（创建哈里法克斯银行），目的就是为了扩大存款基础（Perman，2013，第53—54

页）。2004—2005年，哈里法克斯管理层通过努力吸收新存款，并增加流动性资产的持有，希望降低对批发融资的依赖程度。同时，哈里法克斯也在努力寻求改变其批发融资结构。一年以内的批发融资占比从2001年的86%减至2008年的50%。但是，为了支持资产增长，银行增加了长期融资，而并未减少短期负债。到2008年底，哈里法克斯期限一年以下的负债总额达1190亿英镑（Parliamentary Commission on Banking Standards，2013a，第76页）。

国内住房抵押贷款并没有给哈里法克斯造成致命的伤害。在英国新发放的住房抵押贷款中，哈里法克斯的市场份额在2001—2005年为20%左右，到2006年已降到10%以下（Scotsman，2007）。但谁也没想到，事实证明，这反而成了件好事，因为哈里法克斯在市场高峰期发放的新贷款中的敞口相对较小。哈里法克斯面临的问题是，高管层希望通过增加企业贷款来弥补房住房押贷款盈利的减少。而正是银行的对公业务带来的损失最为巨大。2007年末到2008年，商业地产价值下降，哈里法克斯的资产价值相对其存款和其他负债而言亦开始下降。到2008年夏天，哈里法克斯的企业贷款发生了66亿英镑的减值损失，其中超过40亿是商业地产贷款损失。

减值贷款占总贷款的比例从2006年的2.3%增至2008年的5.5%（远高于英国其他银行）。哈里法克斯并未试图通过卖出贷款来使风险敞口最小化。直到2008年2月，企业银行业务负责人彼得·卡明斯（Peter Cummings）还严斥其他银行收缩商业地产贷款的行为是“缺少胆识”，并承诺将继续发放此类贷款（Teather，2009）。从很多方面而言，哈里法克斯只不过是践行苏格兰银行的传统文化，即“坚守原地”以支持客户度过经济周期（Perman，2013）。但是，哈里法克斯坚守企业贷款市场的决策成本高昂。更糟糕的是，哈里法克斯下设表外投资平台格兰扁（Grampian）公司，投资于美国房地产市场相关产品，2007年4月，银行不得不将该公司370亿英镑的资产收回表内，这使哈里法克斯遭受了进一步损失。到2008年，哈里法克斯共持有420亿英镑的资产支持证

券，包括90亿英镑的美国住房抵押贷款支持证券，30亿英镑的商业抵押贷款支持证券，33亿英镑的抵押债务凭证和32亿英镑的抵押贷款凭证（HBOS，2008a，第129页）。2007年12月，哈里法克斯宣布对这些资产进行账面减值7.36亿英镑，2008年4月被迫宣布再减计28亿英镑。

2008年7月，哈里法克斯计划补充筹集40亿英镑的资本，但未能成功。雷曼兄弟破产之后，哈里法克斯股价暴跌。资产总额3000亿英镑的劳埃德银行同意收购哈里法克斯，前提是政府同意放弃正常情况下的竞争规则要求(注)。2008年，哈里法克斯税前亏损达1100亿英镑，2009年又亏损807亿英镑。

劳埃德银行集团

2008年，劳埃德TSB集团（Lloyds TSB）和哈里法克斯银行合并为劳埃德银行集团（LBG）。事实证明，这次合并对劳埃德来说是灾难性的。哈里法克斯资产负债表内损失之巨大让劳埃德措手不及，不得不通过资本市场筹集新股本。到2009年2月，政府已经持有劳埃德43%的股份，此外还有40亿英镑的优先股（无投票权）。收购哈里法克斯以后，估计劳埃德共核销了450亿到490亿英镑坏账（Perman，2013，第175页）。欧盟委员会的一项裁定进一步削弱了劳埃德的市场地位，即要求它出售632家分行、英国信托储蓄银行（TSB）和智能金融（Intelligence Finance）品牌、640亿英镑的贷款以及320亿英镑的存款，以此作为金融危机期间获得政府救助的条件。但是，与苏格兰皇家银行和哈里法克斯比起来，劳埃德还不算最危急。2009年，劳埃德的税前利润为10亿英镑，2010年为2亿英镑。

如果没有与哈里法克斯合并的话，劳埃德TSB集团在危机中的表现又会如何？2007年，集团税前利润为40亿英镑，2008年为22亿英镑，虽有所减少，但还算健康。英国前财政大臣阿利斯泰尔·达林（Alistair Darling，2011，第73页）在回忆录中称劳埃德是一家“保守而经营有

方”的银行。劳埃德的CEO埃里克·丹尼尔斯（Eric Daniels）在向财政部特别委员会（Treasury Select Committee）提交的证据中坚称，劳埃德“在金融危机到来时处于有利地位”，其80%的损失都源于哈里法克斯的业务，如果没有合并的话，劳埃德TSB集团就不会需要纳税人的任何救助（Treasury Committee，2009b）。2010年，劳埃德财务主管蒂姆·图基（Tim Tookey）在纽约举行的一次会议上对投资者说，如果按照劳埃德的政策，在哈里法克斯零售部门发放的2250亿英镑贷款中，有650亿英镑不符合劳埃德的信贷政策，因此不会发放，在企业银行部门发放的1160亿英镑贷款中，有800亿无法通过审批（Perman，2013，第184页）。事实上，约翰·基弗爵士认为，虽有些自相矛盾，但正是由于劳埃德在危机前的保守经营模式，才推动了董事长和高管层决定收购哈里法克斯。

> 我想（高管们）大概觉得这正是乌龟超过兔子的时候了，在这场严重危机结束的时候，实际上还没结束——我是说这场危机对经济产生了负面影响，也因此影响了劳埃德，但对银行自身运作和盈利能力的真正影响并不大。高管们感觉银行的美德将获得报偿，他们将吞掉这家突然崛起的银行（哈里法克斯），成为英国银行业的巨头，告诉市场劳埃德是有长远战略的。（访谈，2013年4月19日）

但是，在与哈里法克斯合并之前，劳埃德也并非完美无缺。2006年，劳埃德保持着29的杠杆率（高于2000年的15），高于英国其他所有大型银行。2007年，劳埃德在短期批发市场上融资120亿英镑，还通过资产证券化额外筹集了120亿英镑资金（Lloyds TSB，2007，第50页）。2007年，客户存款为负债的44%（低于2000年的60%）。同时，劳埃德还有着巨大的交易业务敞口。《金融时报》（*Financial Times*，2008）指出，“正当其他银行小跑着进入新的产品领域和海外市场时”，劳埃德TSB集团却还在坚持“乏味”的零售银行业务，因此，劳埃德现在已经“有实力进入赢家的领地”。这是个合理的评估，但不够全面。的

确，劳埃德确实决定将重点放在英国市场，而没有进行海外拓展。但2006年，劳埃德只有55%的资产是贷款（低于2000年的69%），20%是交易性证券（高于2000年的4%）。2007年，劳埃德TSB集团（Lloyds TSB，2007，第12页）的报告中自称未直接参与美国的次级市场。但此时，银行表内已经有60亿英镑可供出售的住房抵押贷款支持证券和40亿英镑的“其他”资产支持证券（Lloyds TSB，2007，第105页）。此外，表外投资平台坎卡拉（Cancara）持有的80亿英镑资产支持证券实际上也为劳埃德所有（Lloyds TSB，2007，第12页）。最终，劳埃德这些资产的价值共减计了20亿英镑。

巴克莱银行

1997年，巴克莱放弃了股票和并购咨询业务，将固定收入和交易业务部门重新命名为巴克莱资本（Barclays Capital，简称BarCap）。1998年，巴克莱资本在俄罗斯政府债券以及美国对冲基金长期资本管理公司的交易中损失惨重。2003年，巴克莱资本董事长鲍勃·戴蒙德（Bob Diamond）重申了对证券交易业务的重视并发起了“阿尔法计划”（Alpha plan），目标是在四年内实现收入翻倍（Salz，2013，第30页）。2003年，巴克莱资本成为英国第一家进入合成抵押贷款凭证市场的银行。到2007年，巴克莱集团收入已达到230亿英镑，其中72亿来自巴克莱资本（Salz，2013，第33页）。2010年9月，鲍勃·戴蒙德被任命为巴克莱集团的CEO，巴克莱资本在行内的地位就此得以确立。

2006年，巴克莱杠杆率为36（高于2000年的20），总贷款仅占表内总资产的28%（低于2000年的53%）。这些贷款中有53%投向企业和商业部门。交易性证券占总资产的21%，衍生品占13%。2006年，巴克莱交易业务录得30亿英镑利润（占银行总盈利的59%）。同时，巴克莱在美国市场也有大量敞口。2007年2月，巴克莱以2.25亿美元收购了美国次级房地产抵押贷款商伊奎菲斯特公司（Equifirst）。到2007年底，巴克莱共持有46亿英镑的美国住房抵押贷款，99亿英镑的美国次级和次优

级住房抵押贷款支持证券，28亿英镑的美国商业地产贷款，以及12亿英镑的商业抵押贷款支持证券（Barclays，2008，第106页）。同时，它还有7亿英镑的敞口在贝尔斯登的两只对冲基金，这两只基金大量投资于次级证券（K.Kelly and Mollenkamp，2007）。此外，虽然“利用客户存款……来为资产负债表内的零售和商业银行业务提供资金”可能是巴克莱的政策，但集团（包括巴克莱资本）对批发融资有着很高的依赖性。2007年，巴克莱的存款总额仅相当于总资产的23%（低于2000年的46%）。

2008年8月，巴克莱宣布折让出售63亿英镑贷款，具体损失折让金额未公布，同时对住房抵押贷款支持证券和商业抵押贷款支持证券账面价值减计28亿英镑（Thal Larsen，2008b）。其中包括5亿英镑的减值损失，5亿英镑的次级和次优级贷款及证券的市场价值损失，以及7亿英镑的“超高层级”AAA级抵押债务凭证的损失。但是，巴克莱并没有被金融危机摧毁。2007年，巴克莱税前利润为70亿英镑，2008年盈利60亿英镑，2009年盈利110亿英镑。从集团层面来看，2007年，巴克莱资本盈利23亿英镑，2008年13亿英镑，2009年24亿英镑。巴克莱并不需要英国政府注资。相反，巴克莱新筹集了70亿英镑的私人资本，其中大部分来自卡塔尔，作为交换，巴克莱向其慷慨出让了高达30%的股权（Farlow，2013，第133页）。为何巴克莱在2008年和2009年能够盈利？2008年，巴克莱资本720亿英镑的交易性资产和15亿英镑的不动产账面价值调增了23亿英镑，而这些资产是其9月以区区2.5亿英镑的价格从濒临破产的雷曼兄弟购入的（Hughes and Hughes，2008）。假如没有这笔意外之财，2008年也会是巴克莱资本的亏损之年。即便如此，我们现在知道，通过美联储2008年3月建立的一级交易商信用工具（Primary Dealer Credit Facility）[注]，巴克莱从美联储融资49次——从3亿到150亿英镑不等（Farlow，2013，第125页）。巴克莱还将一个业务部门巴克莱国际投资管理公司（Barclays Global Investors）以82亿英镑出售给了贝莱德集团——巴克莱因此获得约40亿英镑的净收益（Salz，2013，第31页）。巴克莱想必会说，从破产的雷曼兄弟那里收购资产的决定彰显

了其睿智的市场判断。但值得注意的是，2008年8月到9月，巴克莱曾在雷曼兄弟破产之前试图收购雷曼兄弟，只是由于厌恶风险的英国政府的干预才停止收购（FCIC，2011，第335—336页）。2007年9月，巴克莱还曾试图收购荷兰银行，但出价不敌苏格兰皇家银行。从这些方面来说，2008年的巴克莱是幸运的，但它的好运很快就要用光了。

2011年，鲍勃·戴蒙德呼吁终结英国银行业“懊悔和歉意的时代”（Kirkup，2011），此举引发了高层政客们的愤怒。2012年，巴克莱交易员操纵伦敦同业拆借利率（LIBOR）的行为被公之于众。巴克莱的董事长、首席执行官、首席营运官以及首席薪酬官被迫辞职。2008年，重大欺诈办公室（Serious Fraud Office）宣布，正对巴克莱在接受卡塔尔注资过程中向咨询顾问支付的款项进行调查，巴克莱的声誉进一步受损（Goodley，2012）。在欧洲监管部门进行的压力测试中，巴克莱肆意通过代号为“氕”（Protium）㊟的表外渠道将资产隐藏起来，此举也受到广泛批评。同样招致批评的还有以下行为：该行以不正当方式向客户出售支付保证保险，对信用卡收取过高利息，以及过度避税等（Salz，2013，第40—52页）。2013年7月，巴克莱宣布，为解决120亿英镑的资本金缺口，它将向股东再筹集60亿英镑资本（Treanor，2013a）。

汇丰银行

汇丰控股（HSBC Holdings）总部位于伦敦，成立于1990年，此前正当人们对香港1997年回归中国表示担忧时，汇丰收购了英国米德兰银行（Midland Bank）。2011年，以某些指标衡量，汇丰已经是世界第二大上市公司（deCarlo，2011）。在2007—2008年金融危机中，汇丰表现相对良好。2007年，汇丰的税前利润为242亿英镑，净资产收益率为15.1%。之后几年中，汇丰一直保持盈利，尽管盈利额有所下降。2008年的税前利润为93亿英镑，净资产收益率为6.4%。2009年盈利70亿英镑，净资产收益率为4.7%。2009年3月，汇丰在公开市场筹集了125亿英

镑新资本，因此无须政府的直接资本支持。在整场金融危机中，汇丰的偿债能力比率一直高于其他任何一家注册于英国的银行。

但是，汇丰的发展并非没有瑕疵，尤其是在美国子公司的运营上。由于通过汇丰融资（HSBC Finance）在美直接发放房地产抵押贷款，以及两家全资美国子公司家庭国际公司（Household International，2002年以140亿英镑收购）和第一决策次级抵押贷款公司（Decision One，2003年以100亿英镑收购），使汇丰在美国住房市场有巨大敞口。到2007年12月，汇丰共持有58亿英镑的直接次级贷款，129亿英镑的次级住房抵押贷款支持证券，17亿英镑的次优级住房抵押贷款支持证券，以及140亿英镑的商业抵押贷款支持证券（HSBC，2008，第152页）。金融危机期间，这些资产价值大幅下跌，导致2008年汇丰的北美业务损失150亿英镑，2009年损失77亿英镑。此外，与伯纳德·麦道夫（Bernie Madoff）诈骗相关的投资又给汇丰带来9.84亿英镑的损失。汇丰的前首席经济学家丹尼斯·特纳（Dennis Turner）表示，汇丰一直有“无聊……乏味而保守”的传统（访谈，2013年4月18日）。但是，对家庭国际公司和第一决策的投资并不“无聊”。事实上，汇丰的一位高级风险经理曾表示，汇丰在贷款业务方面存在的问题是众所周知的。

> 我认为——因为当时的我并不恐惧风险——我确实这么说了，我对家庭国际公司感到不安。其整个资产质量很差，坦白说，到这个地步，风险部门的观点已经基本被忽略了，说实话，这是致命的，因为也有和我一样的人会说，你瞧，虽然家庭国际公司的数据看上去挺好，但这是放在美国10年降息的大背景下的，所以即便是劣质的投资组合也能表现得很出色。虽然他们说服了你，你相信他们有管理投资组合的一流的模式、控制和流程，但这些都没有经过经济下行期的检验。（访谈，2013年4月19日）

虽然汇丰在美国住房市场遭受了损失，但仍然存活下来，主要有四个原因。第一，虽然美国的业务是汇丰的重要组成部分，但在总资产负

债表中的比重依然相对较小。截至2008年12月，汇丰50%的资产在欧洲，25%在亚洲，5%在南美洲，15%在北美洲（包括加拿大）（HSBC，2009，第417页）。2008年，汇丰北美业务损失150亿英镑，但基本通过欧洲及亚洲的110亿盈利以及拉丁美洲20亿英镑的盈利得到了弥补。第二，特别与苏格兰皇家银行不同的是，汇丰没有在房地产抵押贷款和证券化业务上遭受额外的交易损失。虽然汇丰也有投资银行，但主要关注并购业务。用汇丰自己的话来说，它之所以能在自己专注的主要市场表现相对较好，是“因为我们的关系银行（relationship banking）战略，强劲的业务模式，审慎的风险管理以及我们遵循的全周期视角的理念……我们预计，良性的经济环境不会长存，因此我们在业务上避开了信贷市场中高风险的部分”（Treasury Committee，2008，第26页）。2006年，总贷款占汇丰资产的46%，交易性证券占8%，交易性衍生品占5%。2008年，汇丰的交易业务总盈利为65亿英镑。第三，同样，和苏格兰皇家银行不同的是，汇丰较早降低了在美国市场的风险敞口，从而避免产生进一步的损失。在2008年年报中，汇丰董事长表示，早在2006年，汇丰就“看到”美国住房市场存在的问题并做出了应对（HSBC，2008，第9页）。2007年3月，汇丰公开宣布将减持次级资产。2007年9月，汇丰关闭第一决策次级房地产抵押贷款公司，同年11月停止了住房抵押贷款支持证券交易。第四，汇丰一直保持了较为保守的总杠杆率。2006年，汇丰杠杆率为14——远低于其他任何一家英国银行。因此，汇丰对批发融资的依赖性也较低。2007年，客户存款总额为表内负债总额的46%（低于2000年的64%）。在提交给英国银行业独立委员会（Independent Commission on Banking）的材料中，汇丰（HSBC，2010，第31—32页）表示，汇丰主动从批发融资市场收缩，而更多地依赖庞大的存款基础，并且从2005年年末开始努力完善资本储备。

渣打银行

渣打银行总部在英国，但从本质上来说是一家离岸银行业机构。

1858年，渣打在上海和孟买开设了第一批分行。从2000年到2007年，渣打的总资产从1020亿英镑增加到3290亿英镑，除内生性增长因素之外，主要原因是2004年收购了韩国第一银行（Korea First Bank），2006年收购了台湾新竹国际商业银行（Hsinchu Bank）和巴基斯坦的联合银行（Union Bank）。在2007—2008年金融危机期间，渣打是英国遭受损失最小的银行。税前利润从2006年的86亿英镑增至2007年的110亿英镑，2008年为130亿英镑，2009年为144亿英镑。净资产收益率仅有小幅下降，2006年为15.1%，2007年为13.7%，2008年为13.2%。2010年12月，渣打获得《银行家》（The Banker）杂志年度银行大奖的“全球最佳银行”称号。

渣打为何能表现不凡？首先，渣打的业务大多在亚洲，因而受益于亚洲经济的持续发展。2007年，渣打17%的营业收入来自香港，18%来自印度，8%来自新加坡，8%来自韩国，3%来自马来西亚，18%来自亚太其他国家和地区，13%来自中东，只有7%来自美洲、英国和欧洲（Standard Chartered，2007，第5页）。其次，渣打的资产负债表一直相对保守。2007年，渣打的杠杆率为15.3（2000年为16.7），总贷款占总资产的47%（低于2000年的53%），客户存款占总负债的62%（低于2000年的78%）。2007年衍生品资产仅占总资产的7%。渣打早年曾是资产证券化市场的活跃主体。2007年，渣打将57.42亿美元的贷款出售给外部投资者（Standard Chartered，2007，第112页）。但是，渣打基本上没有购买其他银行的证券化资产。2007年，渣打持有6.07亿美元的住房抵押贷款支持证券，2.19亿美元的抵押债务凭证，8.3亿美元的商业抵押贷款支持证券和9.7亿美元的“其他”资产支持证券（Standard Chartered，2007，第54页）。渣打不得不将这些资产的账面价值减记2.74亿美元（约为其2007年价值的10%）。此外，渣打被迫将之前购自摩根大通的表外结构性投资载体WJ（Whistlejacket）中13.16亿美元的住房抵押贷款支持证券、4.91亿美元的抵押债务凭证、3.08亿美元的商业房地产抵押贷款和11.15亿美元的其他资产支持证券放回表内。这些资产账面减记了3亿美元。

伦敦金融城内很多开展交易业务的其他金融机构和银行的表现也不尽如人意。美国国际集团于1919年在中国成立，到20世纪90年代，美国国际集团是为数不多的信用等级为AAA级的美国公司，这意味着它可以在批发市场享受更低的融资价格。1998年，为了利用这一优势，美国国际集团高管层创立了美国国际集团金融产品部（FP），初始形式为合伙企业，与经纪公司德崇证券（Drexel Burhman Lambert）的两名前任高级交易员共同创办，当时，德崇证券由于内幕交易、股价操纵和欺诈客户而受到美国证券交易委员会的起诉。美国国际集团金融产品部的运作主要在伦敦，21世纪头10年，它已拥有约300名员工，并开始通过信贷违约掉期为证券化资产（尤其是抵押债务凭证）提供保险。到2006年，金融产品部已经为4500亿美元的证券化资产提供了保险，数量惊人。对银行而言，为资产投保就意味着可以减少监管资本。通过这种方式，欧洲一些最大型银行将资本要求从8%减少到1.6%（FCIC，2011，第140页）。作为回报，银行每年按投保资产价值0.12%左右的费率向美国国际集团金融产品部支付费用。在这些资产的市场价值不断上升的牛市中，这部分费用收入其实相当于纯利润。金融产品部的CEO约瑟夫·卡萨诺（Joseph Cassano）于2007年8月公开表示，“毫不夸张地讲，很难看到任何方面、任何因素造成我们会在这些交易上损失哪怕1美元的情景”（FCIC，2011，第268页）。

但是，审计人员发现，美国国际集团也开始公开其在交易中向对手方的承诺，如果投保资产的价值下跌至双方约定的水平之下，就向对手方提供抵押。因为从监管角度看，信贷违约掉期并非保险的一种形式，美国国际集团并不需要针对这些可能的支付持有任何储备金。当美国国际集团因为此事失去AAA评级，当证券化资产的价值真的开始下跌时，人们清楚地发现美国国际集团根本无法履行其义务。前美联储主席本·伯南克表示：“美国国际集团利用了监管体系中一个巨大的漏洞。我们对它的金融产品部没有监管。金融产品部实际上是依附于稳健的大保险公司的对冲基金，它不负责地下了巨额‘赌注’。”

到2008年5月，金融产品部的资产账面减值已达200亿美元。到2008年9月，金融产品部面临破产，美国政府担心如果美国国际集团无力偿债，则其各债权银行都将破产，因此，美国政府向其提供了850亿美元贷款，同时获得了美国国际集团80%的股权。

德意志银行在伦敦的投资银行也遭受了巨大损失。2005年，集团执行委员会（Group Executive Committee）主席约瑟夫·阿克曼（Joseph Ackermann）告诉投资者，虽然德意志银行在伦敦的投资银行有一定发展，“但我们和世界顶级投行之间仍有差距”。因此，银行有潜力在“高利润率的业务上进一步发展，比如贷款交易和复杂衍生品销售”（Ackermann，2005a）。2005年后期，德意志投行增加了交易业务量，并实现了130%的利润增长。到2007年12月，德意志银行的杠杆率已经达到49（高于2000年的18.5），同时表内共有28.64亿欧元的次级抵押债务凭证总敞口。2006年，德意志银行46%的资产为交易性资产（Hardie and Howarth，2013b，第111页）。

一旦市场转入下行区间，德意志银行就无法出售抵押债务凭证或其他证券化资产，因此不得不减记其账面价值，从而削弱了银行的资产负债表。到2008年4月，投行的年收入已经从52亿欧元减少至15亿欧元。2008年8月，其结构化信用产品的价值减记已经超过50亿欧元（Treanor，2008）。2009年2月，德意志银行宣布年亏损额为39亿欧元——这是该行50年来首次亏损。亏损的直接原因就是德意志银行伦敦投行的85亿欧元亏损，其他部门都在盈利。德意志银行并不需要政府救助，并且在2009年重申了在伦敦开展投行业务的长期承诺。

瑞士银行也在2007—2008年金融危机中受到重挫。瑞士银行投行业务总部位于伦敦，但其纽约子公司德威资本管理公司（Dillon Read Capital Management）也有大量的交易业务。和美林证券一样，瑞士银行开展交易业务的时间较晚。2005年，瑞士银行管理层聘用了外部咨询公司奥纬咨询（Mercer Oliver Wyman）来重新评估其经营战略。奥纬认

为，瑞士银行在结构化信贷、证券和大宗商品业务上已经落后于主要竞争对手。管理层接受了这一结论，并开始实施一项新战略。经合组织（OECD）首席经济学家阿德里安·布伦德尔-威格纳尔（Adrian Blundell-Wignall）将其描述为“不惜一切求增长”的战略（Blundell-Wignall and Atkinson，2008，第90页）。战略实施之初，瑞士银行尝试开发并出售抵押债务凭证。2006年2月，瑞士银行表内仅持有50亿美元的抵押债务凭证——且全部处于待售状态。之后，交易员发现，虽然AAA评级的抵押债务凭证带来的收入贴水高于瑞士银行的内部资本使用成本，但瑞士银行的风险管理系统却把这些资产视同实际无风险资产。因此，交易员改变了策略，从“发起并分销”转向了“发起并持有”。到2007年9月，瑞士银行的杠杆率竟已高达惊人的61（2000年仅为24），另外还持有500亿美元的高层级抵押债务凭证资产（Acharya，Cooley，et al，2009，第266页）。一旦市场开始下行，瑞士银行就无法出售这些现已变成“有毒”的资产，早在2007年10月，瑞士银行就被迫宣布这些投行资产价值减记400亿美元以上（Straumann，2010，第6页）。这些损失的2/3都来自投行的抵押债务凭证交易平台（UBS，2008b，第13页）。到2008年10月，瑞士银行虽已筹集了340亿美元的新增资本，但实际上仍资不抵债。为拯救瑞士银行，瑞士政府同意购买其600亿美元的有毒资产，其中包括56亿美元的美国次级房地产抵押贷款，24亿美元的次优级房地产抵押贷款，57亿美元的商业地产，以及170亿美元的“其他”资产（很可能是信贷违约掉期及其他抵押贷款支持证券）（SFBC，2008）。正如瑞士银行董事会向股东坦承：

> 我们的资产负债表规模太大，本应限制银行敞口的风险控制和管理系统失效。我们过多地强调增长，却忽视了风险和成本控制，尤其是在薪酬体系、业绩目标和指标、公司治理架构等方面。各业务部门之间的关系过于复杂，导致交叉补贴无法清晰测算，问责不明。（UBS，2008a，第2页）

在遭遇亏损之后，瑞士银行管理层宣布计划减少投资银行业务，退出“高风险且前景不明的业务”（Gow，2009）。但这些并未付诸实践。事实上，瑞士银行之所以能在2009年恢复盈利，是因为其伦敦投行设定了36亿美元的年利润目标，全行交易业务收入大幅增长（Moya，2009）。2011年，瑞士银行在伦敦的交易员奎库·阿杜伯利（Kweku Adoboli）在国际投资组合业务中损失了14亿英镑，因职务滥用和做假账被判欺诈罪被捕，此事再次损害了瑞士银行的声誉。

本章小结

世界上没有哪家银行能免受2007—2008年金融危机的影响。随着银行同业拆借利率的上升，银行资产负债表内的负债规模也在增长。随着市场价格下跌，银行不得不调低表内资产的账面价值。但是，每家银行所受影响的程度是不同的。英美银行最显著的差异衡量标准就是失败与幸存。危机期间，雷曼兄弟、美林证券、贝尔斯登、花旗集团、美联银行、房利美、房地美、苏格兰皇家银行和劳埃德银行（与哈里法克斯合并之后），有的破产，有的被接管，有的国有化。相反，高盛、摩根大通、富国银行、渣打银行、巴克莱和汇丰在2007年和2008年都处于税前盈利状态。存亡之间的差异不仅是运气这么简单。巴克莱在试图收购荷兰银行时报价不敌苏格兰皇家银行，计划收购雷曼兄弟时又遭到英国政府的否决，这对巴克莱来说着实是十分幸运的。对其他银行来说，危机期间表现的差异反映出并归因于危机前经营战略和资产负债表构成的差异，而在高盛的案例中，则是因为对市场状况变化做出应对的速度存在差异。

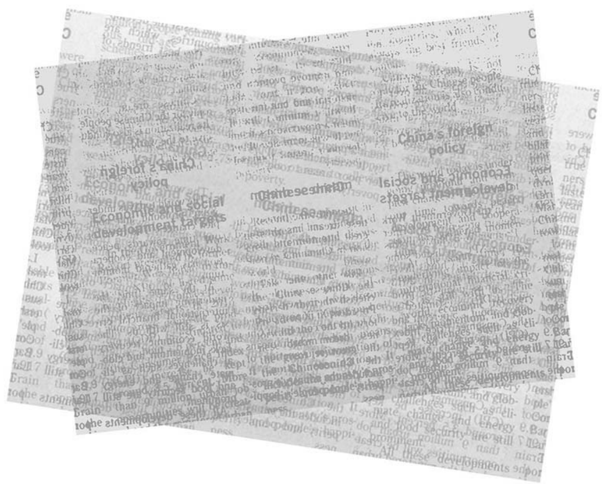
贝尔斯登、美林证券、雷曼兄弟、花旗集团和苏格兰皇家银行在金融危机中失败的原因是，在危机发生前，资产负债表上就已经累积了许多证券化资产和交易性负债，并且由于迅速提高杠杆率和更多依赖批发融资而错上加错。哈里法克斯和美联银行失败的原因是，二者分别在住

房市场和商业地产市场衰退中受到巨大影响。但是，这一切向我们提出了另一个问题。为什么有些英美银行采取了不同的战略，对那些摧毁其他银行的风险避而远之？这个问题我们将在第五和第六章探讨。但首先，我们将观察澳大利亚和加拿大最大型银行的命运和经营战略，以进一步延伸本章的分析。

---

1. 次优级贷款介于优级贷款和次级贷款之间，次优级房地产抵押贷款借款人通常拥有良好的信用记录，但首付比例更低或负债收入比更高，或证明材料不完整。
2. 大宗经纪公司主要为投资银行和证券公司，为对冲基金及其他专业投资人提供服务。——译者注
3. 抵押贷款支持证券按照可能出现违约概率分割成不同“层级”（Tranche）的抵押债务凭证，其中包括但不限于“超高层级”（Super senior tranche）“高层级”（Senior tranche）、“夹层级”（Mezzanine tranche）、“低层级”（Junior tranche）、“权益”（Equity）等。——译者注
4. “thrift”为专门吸收存款和发放贷款的金融机构，储户和贷款客户拥有投票权，为机构成员，类似信用合作社，因此称为“互济储贷机构”。——译者注
5. 第三家规模较小的同类型企业，美国政府国民房地产抵押协会（吉利美，Ginnie Mae）成立于1968年，旨在发展可负担住房市场。
6. 在英国，清算银行实质为商业银行，不同的是这些商业银行能参加伦敦票据交换所办理票据结算。1985年以前，英国的9家清算银行分别组成伦敦清算银行委员会和苏格兰清算银行委员会，前者包括巴克莱银行、劳埃德银行、米德兰银行和国民西敏寺银行。——译者注
7. 劳埃德收购哈里法克斯并不符合市场竞争规则，这种合并实质上减少了竞争，可造成高成本经营、大量人员失业、分店关门。为拯救哈里法克斯，英国政府决定牺牲市场竞争而同意收购计划。——译者注
8. 一级交易商信用工具是美联储于2008年3月17日推出的一种流动性工具。在紧急情况下，一级交易商（主要指美联储圈定的20家可同美联储直接进行交易的大型投资银行和券商）可以使用美联储的贴现窗口，以回购协议的方式隔夜拆借，以此消除交易商遭遇“流动性危机”的风险。——译者注
9. 原文疑拼写错误（prortium），经核实应为protium。“Protium”为当时成立不久的新基金公司，其目标是从第三方手中购买信贷市场资产并加以管理，从长期现金流中获益。巴克莱集团将123亿美元的信贷市场资产重组后，出售给了该基金公司。——译者注

第四章
澳大利亚和加拿大银行的表现



本章将以澳大利亚和加拿大最大型银行为研究对象，对其资产负债表结构和银行兴衰进行剖析。与美国和英国相似，澳大利亚和加拿大在20世纪80年代和90年代也开始了金融自由化的进程。两国银行体系迅速发展。澳大利亚银行业总资产由1990年的3190亿澳元增长至2000年的6900亿澳元，而2007年这个数字已经达到1.747万亿澳元（RBA，2013）。加拿大银行的总资产则从1997年（追溯得到总量数据记录的第一年）的9100亿加元增至2000年的1.403万亿加元，2007年则达到2.397亿加元（OSFI，2013）的规模。之后的2007年至2008年，澳大利亚和加拿大银行的金融地位因全球批发融资市场的动荡而有所撼动。尽管如此，在澳大利亚四大银行和加拿大五大银行中，仅一家加拿大银行在这个时期出现税前利润亏损。因此，两国政府部门并不需要直接干预市场，对单家银行进行救助。

本章认为，澳大利亚和加拿大银行之所以能在危机中保持较好表现

的重要原因是其危机前资产负债表的构成，尤其是两国银行的杠杆率和对高风险交易性证券的风险敞口都远低于英美银行。然而，两国间存在重要的差异。澳大利亚银行的资产负债表对批发融资高度依赖，加拿大银行的总资产中交易性证券的占比则高得多。两国国内不同银行间的经营情况也大不相同。在澳大利亚的大型银行中，澳大利亚和新西兰银行集团（ANZ，以下简称澳新银行）、澳大利亚国民银行（NAB，以下简称澳国民银行）因涉足美国房地产市场而在危机中遭受损失。2008年，加拿大帝国商业银行（CIBC）因危机蒙受42亿加元的税前巨亏。

因此，本章将描述澳大利亚和加拿大银行在危机中的表现，第七章将对其背后的原因进行阐释。第七章通过对银行家和监管者的访谈表明，澳大利亚和加拿大金融体系中的关键行为人对风险管理、杠杆率、金融交易和批发融资的观念与英美同行存在巨大差异。监管是造成观念差异的部分原因，但不是全部。更核心的原因在于，市场结构形成强大的激励机制，促使澳大利亚和加拿大银行的首席执行官在资产负债表内开展相对传统的业务，而不是像许多英美银行那样重构资产负债表。

澳大利亚

经历了20世纪30年代的大萧条，战后的澳大利亚银行体系受到严格的管制。银行存贷款利率实施管制。银行必须遵守严格控制贷款总量的相关指令，外资银行很难进入本地市场（Battellino，2007）。20世纪70年代，澳大利亚开始实施金融“去监管”，到80年代，作为经济自由化整体规划中的重要环节，金融“去监管”的进程得以加速（Bell，1997，第144—146页）。1973年，澳大利亚逐渐取消了对银行的利率管制。1983年，开始实行浮动汇率，基本完全放开资本控制，允许资金在境内外自由流动。也正是在80年代，澳大利亚开始允许外资银行进入本地市场，以刺激银行体系内的竞争。美国放松金融管制的结果是信贷总量激增，同样，澳大利亚银行为了与外资银行争夺市场份额，将大量资金投向商

业地产项目。由此导致90年代初期，澳大利亚与美国同时因为房地产市场由兴转衰而爆发大规模的银行业危机。危机拖垮了维多利亚州立银行（State Bank of Victoria）、南澳大利亚州立银行（State Bank of South Australia）和金字塔建房协会（Pyramid Building Society），就连澳大利亚银行巨头之一的澳大利亚西太平洋银行（Westpac，以下简称西太平洋银行）也濒临破产边缘（Carew，1997）。

90年代初的银行业危机后，澳大利亚各届政府依然肯定金融“去监管”，尤其是有效竞争的好处。1990年，政府以维持市场竞争为由，推行“六大支柱”政策（“six pillars”policy），禁止四大银行和两大保险公司之间的并购。各家银行对“六大支柱”政策的批评如潮，认为该政策阻碍了银行形成参与国际竞争所必需的规模经济（Bakir，2003）。1997年，政府牵头对澳大利亚金融体系进行专项调研，形成沃利斯调查报告（Wallis Inquiry），报告建议废止“六大支柱”政策。尽管如此，政府对该建议犹豫再三后做出让步，允许两大保险公司的并购，但仍然禁止四大银行间的并购，修订后的政策被称作“四大支柱”政策。

在全球银行业危机前夕，澳大利亚银行体系由四大支柱银行主导，分别为：前国有银行澳大利亚联邦银行（CBA，2007年资产规模4400亿澳元，以下简称澳联邦银行）、西太平洋银行（资产规模3770亿澳元）、澳新银行集团（资产规模3920亿澳元），以及澳国民银行（资产规模5740亿澳元）。通过对小型地方性银行的一系列兼并收购，四大银行占据澳大利亚银行体系总资产的73%，总存款的75%，国内信贷市场份额的86%［Economics Reference Committee（Senate），2011，第43页］。四大银行面临的首要竞争来自大量的地方性银行，例如总部位于昆士兰州的金融集团新科—美威（SunCorp Metway，2007年资产规模840亿澳元）和维多利亚州的本迪戈—阿德莱德银行（Bendigo and Adelaide Bank，资产规模170亿澳元）。其次，遍布澳大利亚的建房互助协会和50多家信用合作社也是四大银行的竞争对手，然后是外资银行子行和30多家外国银行分行。最后，诸如澳大利亚人（Aussie）、朗姆

斯（Rams）和唯达信贷（Wizard）等众多非银行房地产抵押贷款公司也在和四大银行争夺市场，它们不吸收存款，资金主要来自批发融资市场。2007年，包括非银行房地产抵押贷款公司、单一债券保险公司（monoline insurers）[注]、投资银行、对冲基金在内的澳大利亚“影子”银行体系规模约为澳大利亚金融体系的1/5（RBA，2010a，第36—37页）。影子银行将以批发融资为资金来源的房地产抵押贷款进行捆绑组合，形成住房抵押贷款支持证券，出售给本地和海外投资者。传统银行为即将打包实施证券化的房地产抵押贷款提供过渡通道，从中收取服务费。澳大利亚住房抵押贷款支持证券市场由1995年的54亿澳元迅速增长至2007年的2040亿澳元（Garnaut and Llewellyn-Smith，2009，第59页）。

21世纪头10年，强劲的经济增长和不断上涨的房价，助推澳大利亚银行资产规模和净资产收益率快速攀升至世界前列（Hawtrey，2009，第108页）。澳大利亚最大的23家银行平均净资产收益率由2004年的15.6%增至2005年的18%和2006年的19.8%，略高于同期英国银行的净资产收益率。2004—2006年间，英国最大的94家银行平均净资产收益率为16.6%。澳大利亚四大银行的平均税前利润和净资产收益率分别由2000年的33亿澳元和17.2%，增长至2007年的63亿澳元和18.9%。关键问题是，澳大利亚银行并未重构其资产负债表，却能始终保持如此高的收益。从这点出发，可以发现危机之前，澳大利亚的大型银行和美英大型银行主要有四点不同。首先是杠杆率。正如第三章所述，英国最大型银行的平均杠杆率由2000年的20升至2007年的26。而澳大利亚四大银行1990年的平均杠杆率仅为15.2，随后于1995年降至13.8，并于2000年回升至1990年的水平。直到2007年，平均杠杆率才升至19.1。第二个不同点在于澳大利亚的大型银行一直高度依赖传统银行业务，住房抵押贷款是其主要收入来源。2005—2009年，四大银行的住房贷款价值在总资产的占比一直保持在40%不变。2009年，四大银行的贷款总量（包括房地产抵押贷款和商业贷款）平均占其资产的72%（较2000年的73%略有下降）。而在英国，2006年前六大银行的贷款总量仅平均占其资产的

49%。第三点不同是澳大利亚银行大多未参与房地产抵押贷款市场。1999年，澳大利亚的非银行房地产抵押贷款公司引入“无须证明文件”的贷款（no-doc loan）(注)，而2006年，该业务已占新发放贷款的7%。澳大利亚储备银行（RBA，2009，第18页）估计2007年中，澳大利亚非常规房地产抵押贷款（nonconforming mortgage）市场（最近似美国的次贷市场）仅占房地产抵押贷款市场总值的1%左右，而美国的这个数字约为13%。我们可以通过不同的资产减值率来衡量各国贷款质量的优劣。2005年，英国前六大银行平均1.7%的贷款减值，而澳大利亚银行的减值率仅为0.24%。

澳大利亚四大银行大都回避证券和衍生品交易，这是与英美银行的第四个不同之处。体现在四大银行资产负债表上，交易性证券价值由2000年的337亿澳元升至2007年的861亿澳元。增幅更大的是，四大行所持衍生品价值由2006年（追溯得到总量数据记录的第一年）的410亿澳元增长至2008年的1180亿澳元。然而，我们应将上述增长放在资产价格上涨和资产负债表扩张的普遍效应的大背景下来看。如此一来，值得关注的关键数据就并非是所持衍生品和证券的总价值，而是其价值占总资产的比重。2007年，澳四大银行的衍生品仅占总资产的4.9%，交易性证券占总资产的比重为4.5%（比2000年的4.4%略高）。正如第三章所述，2004年，英国最大六家银行的总资产中，交易性证券平均占比16%。此外，澳大利亚银行大多未持有美国发行的次级抵押贷款支持证券及其他资产支持证券。国际货币基金组织（Takáts and Tumbarello，2009，第3页）针对澳大利亚“银行和公司部门脆弱性”所做出的评估显示，2007年第二季度，澳大利亚银行所持有的住房抵押贷款支持证券和资产支持商业票据达到高点，约2400亿澳元，约占澳大利亚金融部门总资产的12%。而到了2009年6月，该数字降至1600亿澳元，其中1/3为四大银行所持有，约1/2为中型银行和地区性银行所持有，其余则由非银行金融机构所持有。值得注意的是，其中仅2.1%为次级住房抵押贷款支持证券。国际货币基金组织还发现，大部分由澳大利亚机构发起的住房抵押贷款支持证券交易都是与外部交易对手进行，而不像许多英美大型银行

那样，在由集团内特殊目的实体组成的复杂网络中进行交易。澳大利亚储备银行在其2010年3月发布的《金融稳定报告》中称：“相比之下，澳大利亚银行的业务模式是专注于国内信贷业务，这是它们收入较为稳定的原因之一。因此，与金融危机中损失最惨重的北大西洋国家金融机构持有大量造成损失的证券不同，澳大利亚的银行几乎没有对这类证券的敞口”（RBA，2010a，第18页）。澳大利亚储备银行董事会成员约翰·爱德华（John Edwards，2008）也认为“澳大利亚的银行并不像其他主要的全球性银行那样大量开展交易业务，而是更多地从事传统的资产负债业务”。贾殷和乔丹（Jain and Jordan，2009，第6页)指出，“澳大利亚银行的经营模式更加专注于开展传统银行业务，而不是多样化地进行交易活动或组合投资”。德意志银行澳大利亚区CEO同样认为，“大部分澳大利亚银行看到一些证券化市场狂热的本质（特别包含次级资产的黑箱），并将其视同为不应配置的资产”。（ASIC，2009，第22页）

长期高度依赖批发融资也是澳大利亚银行体系的重要特征。1990年，澳大利亚的总储蓄占家庭可支配收入的8%，2005年跌至-4%（RBA，2011，第43页)。而且，20世纪90年代，储蓄更是从银行存款加速流入享受税收补贴的养老基金。尽管澳大利亚四大银行的储蓄存款由1990年的1720亿澳元增长至2000年的3780亿澳元和2007年的7300亿澳元，存款对总资产的比重却从2000年的54%大幅降至2007年的40%。为了扩大资产规模，澳大利亚银行不得不从批发市场融资，而且通常是跨境融资。1990年，澳大利亚银行业10%的资金来源于境外市场。而到了2006年，该比例则提高到38% (RBA，2006，第31页)。伴随海外融资而来的汇率和离岸利率变动，促使不少银行进入衍生品市场以对冲风险。澳大利亚金融体系本应更富韧性，但批发融资成为金融体系脆弱性的重要来源。为了持续开展业务，澳大利亚银行必须能够从全球市场筹集资金。到2008年，境外融资日益艰难。

澳大利亚资深经济学家罗斯·加诺特（Ross Garnaut）认为，危机之前的几年中，澳大利亚银行体系正处于自我重塑的进程中。“在遭遇影

子银行风险方面，尽管澳大利亚银行较英美同行而言步伐较慢，但他们实际上都行进于同一个发展轨道中。如此看来，澳大利亚之所以能幸免，只是由于大危机的时机对其有利”。（Garnaut and Llewellyn-Smith，2009，第142页)加诺特和卢埃林·史密斯（Garnaut and Llewellyn-Smith）关于澳大利亚影子银行体系的增长，尤其是非银行房地产抵押贷款公司在其中扮演的角色的论断是正确的。同时，（和本书一样）他们强调了澳大利亚银行业对批发融资的依赖，这一点也是正确的（2008，第61—62页)。最后，他们也准确地指出澳大利亚大型银行持有的交易性证券和衍生品价值在不断提高（2008，第59—60页)。然而，正如本书所论证的那样，应当在澳大利亚银行资产负债表全面扩张的背景下来理解这一价值的升高。本书认为，没有证据表明在2007—2008年金融危机爆发前，澳大利亚大型银行像众多英美大型银行那样深入地进行自我重塑。

2008年9月4日，全球信贷市场正处于一片混乱之中，澳大利亚财政部长韦恩·斯旺（Wayne Swan）表示，“如果你可以在当前的形势下选择成为任意一个国家的话，你的选择肯定是澳大利亚”。（Munro，2008）澳大利亚储备银行（RBA，2009，第17页）随后对澳大利亚金融体系的韧性做出同样乐观的判断：“在当前的挑战面前，澳大利亚金融体系的表现优于其他许多国家。与其他一些国家不同，澳大利亚银行业持续保持强劲的盈利水平，对高风险证券的风险敞口几乎为零，最大型银行仍然能够维持很高的信用评级。”澳大利亚也并非完全不受危机影响。2008年9月，联邦政府禁止对银行股票的卖空交易。2008年10月，澳大利亚储备银行通过扩大可接受银作为抵押品的银行资产的范围，向银行提供更多短期现金，从而向市场注入额外的流动性。11月，澳政府宣布将对澳大利亚银行所有批发市场融资提供担保，并对所有客户存款提供最高100万澳元的保证。此外，政府还成为本国发行的住房抵押贷款支持证券的最后购买人（buyer of last resort），并为此拨付40亿澳元的专项资金。

在澳大利亚银行业，面对金融危机，首当其冲也是最大的受害者莫过于非银行房地产抵押贷款公司，它们不得吸收存款，资金完全依赖于批发融资。尽管此类公司所持有的减值贷款比例仍然很低，但当时却无法获得融资。最终，唯达信贷近40亿澳元的贷款由澳联邦银行收购，朗姆斯则将其业务出售给了西太平洋银行，并不再发行新的房地产抵押贷款。部分地区性银行也在危机中历经磨难。2009年2月，总部位于昆士兰州的新科—美威银行出现3.5亿澳元对房地产开发商的潜在坏账，该集团CEO随即因此辞职。同月，该行最终通过大幅的股价折让，成功补充了13亿澳元资本金。该行减值贷款的比例由2007年的0.3%升至2009年的2.6%，同期税前利润则由15亿澳元跌至4亿澳元。

澳大利亚最大的投资银行——麦格理银行（Macquarie）在危机中也损失惨重。通过收购各类公司，尤其是金融公司和专门从事公私合作金融计划的基础设施公司股权，麦格理银行在21世纪头10年里迅速发展。2002年收购悉尼机场，2004年收购荷兰国际集团的亚洲区证券投资业务（ING Asian Cash Equities），2006年收购泰晤士水务公司（Thames Water），以及2008年收购朱利安尼资本顾问公司（Giuliani Capital Advisors）均为麦格理集团著名的收购项目。麦格理集团的总资产由2001年的210亿澳元扩张至2007年的1360亿澳元。2008年9月，瑞士信贷的一份研究报告显示，麦格理对美国房地产业的风险敞口巨大，不久，该行当年的年报（Macquarie，2008，第86页）发布了资产价值减记2.9亿澳元的消息。更糟糕的是，2009年，该行房地产业的损失达到3.6亿澳元，税前利润由2007年的19亿澳元减少至2008年的3亿澳元、2009年的6亿澳元和2010年的5亿澳元。麦格理银行的股票价格由2008年末的52澳元跌至2009年末的27澳元。

在澳大利亚规模最大的23家银行中，平均净资产收益率从2006年的19.8%提高至2007年的33%，随后降低至2008年的14.1%和2009年的10.2%。在澳大利亚四大银行中，平均税前利润由2007年的63亿澳元减少至2008年的51亿澳元，随后恢复至2009年的54亿澳元和2010年的71亿

澳元，平均净资产收益率则从2007年至2009年由18.9%逐年降低至16.2%和10.1%，至2010年回升至14%。重要的是，在危机时期，主要的澳大利亚银行均未面临破产倒闭的问题。事实上，没有一家银行的信用评级被调降。2009年末，在标准普尔给予AA级信用评级的11家国际性银行中，有4家是澳大利亚银行（RBA，2009，第25页）。然而，正如英国和美国那样，总量数据掩饰了单个银行表现的差异。不论是在危机前、危机中还是危机后，澳联邦银行和西太平洋银行一直是澳大利亚最坚挺的两家银行。正如本书所述，两家银行对美国的房地产市场均没有直接敞口。而另外两大澳大利亚银行——澳新银行和澳国民银行则不然，它们收购了一些涉及美国市场的风险资产，因此不得不对这些资产价值进行减记。银行股票价格再一次成为度量上述银行表现的最简易的标准。澳联邦银行的股价由2007年末的55.2澳元跌至2008年末的40.1澳元（跌幅28%）。西太平洋银行的股价由2007年末的28.52澳元跌至2008年的21.4澳元（跌幅25%）。澳新银行的股价由2007年末的29.7澳元跌至2008年的18.7澳元（跌幅38%）。澳国民银行的股价由2007年末的39.7澳元跌至2008年的24.6澳元（跌幅39%）。（见图4.1）

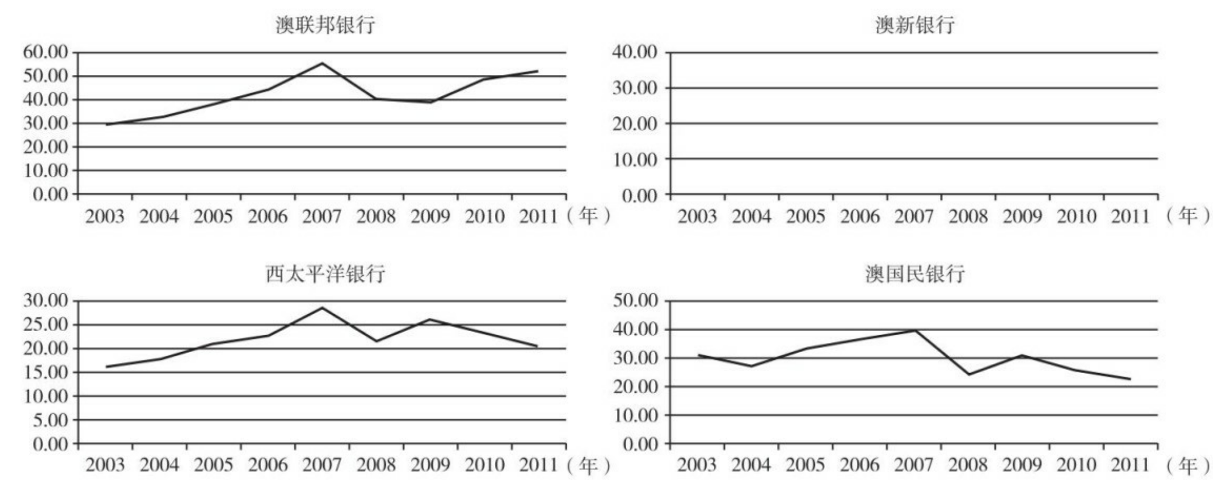


图4.1 澳大利亚四大银行年末股价（澳元），2003—2011年

澳大利亚联邦银行

1911年澳联邦银行成立之初曾是一家国有银行，发挥着商业银行和

储备银行的双重职能。1960年，澳大利亚储备银行成立后，澳联邦银行转型为商业银行，并在1991年成功完成私有化进程。银行资产由2000年的2070亿澳元飙升至2007年的4400亿澳元。在这七年间，澳联邦银行一直维持着保守的资产负债表。2007年，该行杠杆率为18（高于2000年的11），贷款占资产的76%（高于2000年的64%），交易性证券仅占资产的4.8%（高于2000年的3.5%），衍生品也仅占资产的2.8%。要理解澳联邦银行的经营模式首先应从它的收入来源入手。2007年6月至2008年6月，该行通过证券交易（大部分为国内发行的证券）实现5.46亿澳元收入，另有5.46亿澳元收入来自“其他”（未指明的）交易性证券，7.56亿澳元收入来自可供出售证券的利息（CBA，2008，第100页）。然而，与255.98亿澳元的贷款利息收入相比，这些收入显得微不足道。该行83%的贷款发放给澳大利亚的企业和购房者（CBA，2008，第106页），没有对美国次级市场的直接风险敞口（CBA，2008，第12页）。该行唯一重要的脆弱性影响因素是对批发融资的依赖。2007年，澳联邦银行债务的44%是存款（略低于2000年的45%）。2009年，该行约60%的批发融资来源是境外资金（CBA，2008，第203页）。

2008年8月，澳联邦银行当年贷款减值支出由4.34亿澳元增至9.3亿澳元，令众多分析师大跌眼镜。2008年11月，该行再度披露对某些破产或即将破产公司的风险敞口，这些公司包括大型零售房地产开发商中央地产（Centro，敞口9亿澳元）、ABC教育集团（敞口4000万澳元）、雷曼兄弟（敞口1.5亿澳元）、澳大利亚金融公司安洛可（Allco，敞口1.7亿澳元）。为应对危机，2008年12月，澳联邦银行管理层新筹集了20亿澳元资本。然而，该行虽然成功补充了资本，却因受到澳大利亚证券与投资委员会（Australian Securities and Investment Commission）的调查而蒙上阴影，事由是该行是否有意将对不良贷款率上升的披露推迟至增资之后（Gluyas，2008）。2009年6月，澳联邦银行承认，对于那些对破产的风暴金融公司（Storm Financial）有敞口的客户，该行在开展业务的过程中存在不足（CBA，2009，第7页）。尽管如此，上述问题基本上并未撼动银行的根基，该行危机中税前利润仅出现小幅下跌，由

2007年的65亿澳元降至2008年的62亿澳元，并于2009年回升至64亿澳元。2008年8月，澳联邦银行收购了房地产抵押贷款公司澳大利亚人（Aussie Home Loans）33%的股权；2008年10月，澳联邦银行从哈里法克斯银行手中以20亿澳元的价格收购了澳大利亚西部的地方性银行——澳洲西部银行（BankWest）。正如一位分析师评价该行2009年的收益情况，“全球同行们都愿意付出任何代价来获得与澳联邦银行同样的收益表现”。（Gluyas，2009a）

澳大利亚西太平洋银行

1817年，澳大利亚成立了第一家银行——新南威尔士银行（Bank of New South Wales）。该行于1982年与澳大利亚商业银行（Commercial Bank of Australia）合并，并更名为澳大利亚西太平洋银行。20世纪80年代后期，西太平洋银行快速成长，也累积了对澳大利亚商业地产市场的巨大敞口。1991年，随着澳大利亚经济突然陷入非预期的深度衰退，西太平洋银行的存量贷款质量岌岌可危。1992年初，该行不良贷款余额超过总资本，当年5月，该行披露了16亿澳元的亏损（Carew，1997，第338页）。随着银行信用评级的下调，关于澳大利亚储备银行对该行进行现金输血救助的传言四起。最终，在新任CEO和主席上任后，该行逐步恢复元气。事实上，到2007年，西太平洋银行已被道琼斯评为全球最稳健银行（Westpac，2007，第7页）。

2007年，西太平洋银行杠杆率是21（高于2000年的17），居澳大利亚四大银行之首。该行当时的存款仅占总负债的40%（低于2000年的47%），但关键的一点是，该行业务重点是国内信贷市场，而非交易业务。2007年，该行73%的资产是贷款（高于2007年的71%），仅0.2%的贷款出现减值。2000年至2007年间，该行资产负债表上的交易性证券价值由70亿澳元上升至220亿澳元，但其占总资产的比重仅由4%提高至5.8%。不论是直接放贷还是间接持有资产支持证券，该行对美国房地产市场都没有任何风险敞口。2007年，银行交易业务收入10.69亿澳元

（6.6亿澳元来自证券交易，4.09亿澳元来自外汇交易），但和银行194.83亿澳元的贷款利息收入相比，则显得微不足道（Westpac，2008，第140—141页）。

2009年，《澳洲人报》（Stevens，2008a）认为，“未来20年，西太平洋银行（即将）陷入银行业最险恶的危机中，因此比澳洲或亚太区内同行都需要一个更加稳健和规避风险的运营环境”。2009年5月，西太平洋银行宣布其用于不良贷款的减值支出将由4.33亿澳元增至15.6亿澳元。2009年11月，这个数字再次提高到32亿澳元（Gluyas，2009b）。这些损失主要来自银行的机构业务部，该部门对ABC教育集团、安洛可和柏克布朗（Babcock & Brown）三家濒临破产的公司的敞口高达7亿澳元。2009年，为巩固资产负债表，银行筹得38亿澳元补充资本金。事实上，银行住房贷款这项核心业务依然强劲。2008年10月，银行CEO盖尔·凯莉（Gail Kelly）自豪地宣布在西太平洋银行的80万笔房地产抵押贷款中，仅有165笔因借款人断供弃房银行收回房屋（Stevens，2008b）。银行首席财务官也表示，在评估其减值开支方面，“银行可能过于保守”（Stevens，2009）。危机并未影响银行的整体业绩，该行税前利润由2007年的51亿澳元增至2008年的52亿澳元，2009年的60亿澳元。更重要的是，包括资产管理和投资银行部、BT金融集团部[注]在内的西太平洋银行五大部门均实现赢利。2008年11月，西太平洋银行以180亿澳元接管了地区性银行——圣乔治银行（St.George Bank）。2009年5月，该行展开了一场新的广告攻势，宣传其对风险的厌恶，宣传口号包括“为以防万一，我们要及时撤离”，“我们是天生的驾驭者”，“我们是安全港，不是冒险岛”。事实上，危机期间银行声誉方面受到最大的挑战是公众谴责其利润过高，将股东的利益凌驾于客户利益之上。

澳大利亚和新西兰银行集团

2003年，澳大利亚银行（Bank of Australia）和新西兰国民银行（National Bank of New Zealand）合并后成立了澳新银行。2007年，澳

新银行总资产达到3920亿澳元，当年营业收入140亿澳元，拥有个人业务部、机构业务部、新西兰业务部、合作伙伴及私人银行部共3万多名员工。尽管21世纪初，该行公布了发展亚洲业务的长期战略目标，但93%的集团资产仍位于澳大利亚和新西兰（ANZ，2008，第151页）。2008年7月，澳新银行宣布当年将计提16亿澳元的不良贷款和交易损失准备金，并预计该行2009年可能亏损24亿澳元，这则消息震惊了整个市场。一个月后，咨询公司威尔逊HTM（Wilson HTM）发布报告称，"前所未有的繁盛期"掩盖了澳新银行重大的运营缺陷，因行"需要进行全面重整"（A.Ferguson，2008b）。2008年10月，澳新银行新筹集了10亿澳元资本金，宣布当年利润下降21%。2008年10月，一家名为擎天柱（Opes Prime）的证券和股票经纪公司破产，澳新银行对这家公司的风险敞口巨大，澳新银行的艰难处境因此雪上加霜（Ryan，2008）。

与此同时，澳新银行也难以避免美国市场的损失。早在2008年2月，该行公开了对深陷困境的美国单一债券保险公司——ACA资本控股公司有2.06亿澳元的风险敞口（A.Ferguson，2008c）。2008年7月，花旗银行的研究报告认为在所有澳大利亚银行中，"由于做多信贷违约掉期……澳新银行遭受更大损失的风险最高"。（Jimenez，2008）澳新银行时任CEO麦克·史密斯（Mike Smith）告诉记者，"我们并无对美国次级或住房抵押贷款相关的抵押债务凭证敞口……我们（账上）的抵押债务凭证敞口只有550万澳元"（Butler，2008）。然而，到这里故事还未终结。2008年11月，在澳新银行的年度股东大会上，该行董事会主席查尔斯·古德（Charles Goode）确认，银行可能因美国抵押贷款支持证券头寸蒙受高达5.3亿澳元的损失。更让人担心的是，他告诉投资者，"我不知道我们为什么做这些业务，董事会也不知道银行做了这些业务"（Murdoch，2008）。随后，古德是这么解释这些敞口的：

> 没有对敞口情况进行披露是因为我们对其购买了保险，而且管理层报告明确显示，净敞口极小……在董事会层面，我们并不知道银行购买了这些产品……关于这些打包证券化的贷款档案大约有六

七英寸厚，而且非常复杂难懂。高级执行官根本没时间看这些详细的文件，更不用说弄清楚是怎么回事了……我认为，这些产品复杂到让人只能完全依靠评级机构的评级。（访谈，2012年2月29日）

2008年年报显示，澳新银行（ANZ，2008，第187页）资产负债表上共持有14亿澳元的信贷违约掉期、3.95亿澳元的抵押债务凭证、1.4亿澳元的商业房地产抵押贷款支持证券和8亿澳元的住房抵押贷款支持证券。此外，年报还披露了这些证券中有5.2亿澳元证券的基础资产是美国资产，而非澳大利亚或新西兰资产，1.17亿澳元证券评级为A，而非AA或AAA级证券（没有评级为B或BB级资产）。

然而，澳新银行的困境只是局部和暂时性的。减值贷款占总贷款的比重虽然有所提高，但也只是从2005年的0.3%提高到2008年的0.7%。银行评级维持在AA级，2009年2月更是宣布季度利润高达创纪录的16亿澳元。2009年8月，澳新银行收购了苏格兰皇家银行的亚洲零售和商业地产业务。2010年，澳新银行在中国开设独资法人银行，还控股了印度尼西亚银行——泛印银行（Panin）。澳新银行税前利润由2007年的58亿澳元降至2008年的45亿澳元，以及2009年的43亿澳元，直到2010年才恢复至66亿澳元。

澳新银行对美国房地产市场的风险敞口使其遭受损失，但还不至于陷入危机。2007年，该行杠杆率水平尚可，为17（略高于2000年的16），交易性证券仅占总资产的3.8%（高于2000年的2.6%），该行衍生品交易获利仅占总利润的6%，总贷款占资产的75%（略低于2000年的77%）。与西太平洋银行和澳联邦银行相似，澳新银行依赖于批发融资。2007年，该行存款仅相当于资产的42%（略低于2000年的44%）。尽管美国相关敞口遭受了损失，但上述数字并不能说明澳新银行在危机之前对其资产负债表进行了重构。

澳大利亚国民银行

1981年，国民银行（National Bank）与悉尼商业银行（Commercial Bank of Sydney）合并后更名为澳大利亚国民银行。20世纪80年代末，该行通过一系列收购迅速扩张，其中包括1987年收购苏格兰克莱兹代尔银行（Clydesdale Bank in Scotland）和爱尔兰北部银行（Northern Bank in Ireland）、1990年收购约克郡银行(Yorkshire Bank)、1992年收购新西兰银行（Bank of New Zealand）、1995收购密歇根国民银行（Michigan National Bank）、1997年收购美国房地产抵押贷款公司国内借贷（Homeside Lending），因此，该行总资产由1990年的830亿澳元增至2000年的3200亿澳元。21世纪初，首先是该行管理层试图掩盖一名外汇交易员造成的3.6亿澳元的损失，然后是国内借贷公司由于对部分房地产抵押贷款交易的错误组合导致损失20亿澳元，银行声誉因上述事件受损。2006年，澳国民银行的业务得到恢复，税前利润高达72亿澳元（位居四大支柱银行之首），在此后的金融危机期间，澳国民银行努力维持其发展势头。

2008年3月，考虑到所持有的美国抵押债务凭证可能发生亏损，澳国民银行表示将计提1.8亿澳元的准备金。2008年7月，澳国民银行再次披露了11亿澳元的风险敞口，预计由美国住房抵押贷款支持证券组成的10只抵押债务凭证资产组合的损失可能达到3.8亿澳元。对此，该行股价应声下跌13%。8月，评级机构在给予该行AA级信用评级的同时，将评级展望定为负面。2008年末，澳国民银行披露当年证券和信贷总减值支出已经超过10亿澳元。2009年7月，有报告透露，澳国民银行正与澳大利亚审慎监管署（APRA，Australian Prudential Regulation Authority）讨论，如何进一步为其投行子公司澳国民资本（NabCapital）所持有的170亿澳元公司债、抵押债务凭证和住房抵押贷款支持证券正确估值（A.Ferguson，2008a）。问题焦点在于澳国民银行计划将这些证券持有至到期日，因而不想以现有的市场价值对其计价。面对一连串的负面消息，澳国民银行宣布了补充筹集27亿澳元资本的计划。2009年10月，银行宣布全年利润下降40%，不良和可疑贷款上升50%。澳国民银行当年的年报披露，该行通过表外业务通道继续持有16亿澳元的资产支持证

券，其中包括2.66亿澳元的美国抵押债务凭证（NAB，2009，第154—155页）。随后，该行遭到股东的法律质疑，认为该行在所持有的抵押债务凭证总量方面有意误导投资者（Drummond，2011）。

尽管澳国民银行的风险敞口与澳联邦银行、西太平洋银行不同，但银行总体头寸依然稳健。2008年11月，澳国民银行顺利筹得资本金。2009年5月，该行又在没有政府协助的情况下筹得12亿澳元离岸批发资金。虽然税前利润由2007年的78亿澳元降至2008年和2009年的45亿澳元，但澳国民银行仍然维持在AA评级。与澳新银行相似，澳国民银行之所以得以幸存，缘自其对美国市场的风险敞口占总资产负债表的比重很小。2007年，澳国民银行的杠杆率为19（略高于2000年的16），其资产的67%以贷款的形式存在（高于2000年的62%），只有3.7%的资产是交易性证券（低于2000年的4.7%）。上述数据与2008年被收购或国有化的英美两国大型银行形成鲜明对比。

加拿大

1867年，加拿大元诞生，独立的加拿大银行体系随之成形。银行体系成立之初，加拿大联邦政府即具有为银行颁发牌照和对其进行监管的法定权力，这是与美国银行体系最主要的不同之处。在19世纪至20世纪初的美国银行体系中，常有数以千计的监管不充分的地区性银行。而在加拿大，出现了一些在全国范围内受监管的银行，迅速占领了市场。加拿大由此形成的金融体系尤为稳健。20世纪30年代大萧条时期内，没有任何一家加拿大银行破产（Bordo，Redish and Rockoff，2011）。

20世纪70年代末80年代初，加拿大政府鼓励银行、信托公司、保险公司和证券经纪商——加拿大银行体系所谓的“四大支柱”在提供金融服务方面相互竞争（Bordo，Redish and Rockoff，2011，第22页）。因此，许多银行激进地争夺市场份额，由此带来了房地产市场不可持续的

繁荣。1985年，繁荣终究走到了尽头，银行因此损失惨重，包括总部位于卡尔加里的加拿大北部银行（Northland Bank）和埃德蒙顿的加拿大商业银行（Canada Commercial Bank）在内的一些银行甚至因此破产。这场银行业危机让加拿大最大型的银行吸取教训，学会了如何以不同的方式应对竞争压力。这些最大型银行直接购买了此前危及其市场份额的独立的保险公司和证券经纪公司（Bordo，Redish and Rockoff，2011，第23页）。因此，到21世纪初，五大商业银行占据了加拿大银行体系的主导地位，它们是加拿大皇家银行（Royal Bank of Canada，RBC，2007年资产规模6000亿加元）、多伦多道明银行（Toronto-Dominion，TD，资产规模4220亿加元）、丰业银行（Bank of Nova Scotia，BNS，资产规模4110亿加元）、蒙特利尔银行（Bank of Montreal，BMO，资产规模3660亿加元）和帝国商业银行（Canadian Imperial Bank of Commerce，CIBC，资产规模3420亿加元）。2007年，五大行在加拿大银行总资产中占比90%。国民银行（National Bank of Canada，资产规模1130亿加元）则是上述五大银行的市场份额的最大竞争对手。一些地区性银行，如西部银行（Canadian Western Bank，2007年资产规模90亿加元）和劳伦特银行（Laurentian Bank of Canada，资产规模170亿加元），信用合作社和外国银行子行也都参与银行市场竞争。最大型银行的收益极其可观。2004年，加拿大前20大银行的平均净资产收益率是18%，2005年为15%，2006年为21%。2004年，五大银行的平均税前利润是26亿加元，2007则为41亿加元。加拿大银行还是高度国际化的银行。金融稳定理事会（FSB，2012b）估计，加拿大银行收入的近一半来自于全球性业务。

此次金融危机爆发后，为保护金融体系，加拿大联邦政府毅然决定对市场进行干预。首先，通过与各家银行签订一系列的购买和再出售协议，央行加拿大银行（Bank of Canada）从各银行暂时购买证券和其他资产，为市场注入370亿加元的流动性。其次，2008年10月和11月，加拿大政府通过加拿大房地产抵押贷款和住房公司（Canada Mortgage and Housing Corporation）向银行收购了190亿加元的房地产抵押贷款，以此

迅速并极大地提高了银行的流动性和资本金。最后，加拿大政府采取了和澳大利亚政府相同的措施，即对受监管的吸收存款银行的批发融资做出担保（Bank of Canada，2008，第13页）。上述措施必须置于当时的情境下去理解。加拿大政府干预的目的是为了保护其银行体系，免受美国金融危机的影响。加拿大的最大型银行自身无财务困难，也并未陷入金融危机之中。只有加拿大帝国商业银行一家银行的税前利润在危机期间发生亏损，没有任何一家银行需要政府救助。加拿大前20大银行的平均净资产收益率由2006年的21%提高至2007年的22%，2008年和2009则分别降至9.9%和11.9%。2008年11月，《时代》（Times）杂志将加拿大描述为“新的银行业优质标准”(Heinrich，2008)。2008年12月，加拿大中央银行在《金融体系评估》报告（Financial System Review）中表示“经过金融危机的检验，加拿大金融体系显现出相当大的韧性”（Bank of Canada，2008）。保罗·克鲁格曼（Paul Krugman，2010）在《纽约时报》上评论道：“我们（美国）需要向那些处理得当的国家学习。其中首先要学习的就是我们北边的邻国。”

本章下文将详细阐述，正是由于加拿大银行在危机前主要经营传统的资产负债表业务，而没有转型成为交易商银行，因此，它们在2007—2008年金融危机中表现坚挺。2007年，加拿大五大银行的平均杠杆率是23（高于2000年的20），总贷款占总资产的平均比重为45%（低于2000年的51%，以及加拿大所有银行的平均值53%），交易性证券占总资产的19%（高于2000年的14%），而资产的8.6%则是衍生品。2006年，交易收入仅占总收入的5%（高于2000年的4%）（Leblond，2013，第205页）。此外，加拿大银行并不像澳大利亚、英国或美国银行那样依赖批发融资。2007年，银行资产负债表上负债项下的客户总存款相当于表内资产的59%（略低于2000年的60%）。然而，这些加总数确实掩饰了单家银行在敞口方面的重要差异，加拿大皇家银行、多伦多道明银行和丰业银行是一种情况，帝国商业银行以及蒙特利尔银行（程度稍轻）则是另一种情况。同样，银行的年末股价是衡量机构间差异性的一个指标。皇家银行股价由2007年末的56加元跌至2008年末的46.8加元（跌幅

18%），多伦多道明银行股价从2007年的73.3加元跌至2008年的64加元（跌幅16%）。丰业银行的表现稍逊，股价由2007年的53.4加元跌至2008年的40.1加元（跌幅25%）。蒙特利尔银行的股价则由2007年的63加元跌至2008年的43加元（跌幅32%）。最后也是最惨烈的，是帝国商业银行的股价，由2007年的102加元跌至2008年的54加元（跌幅54%）（见图4.2）。

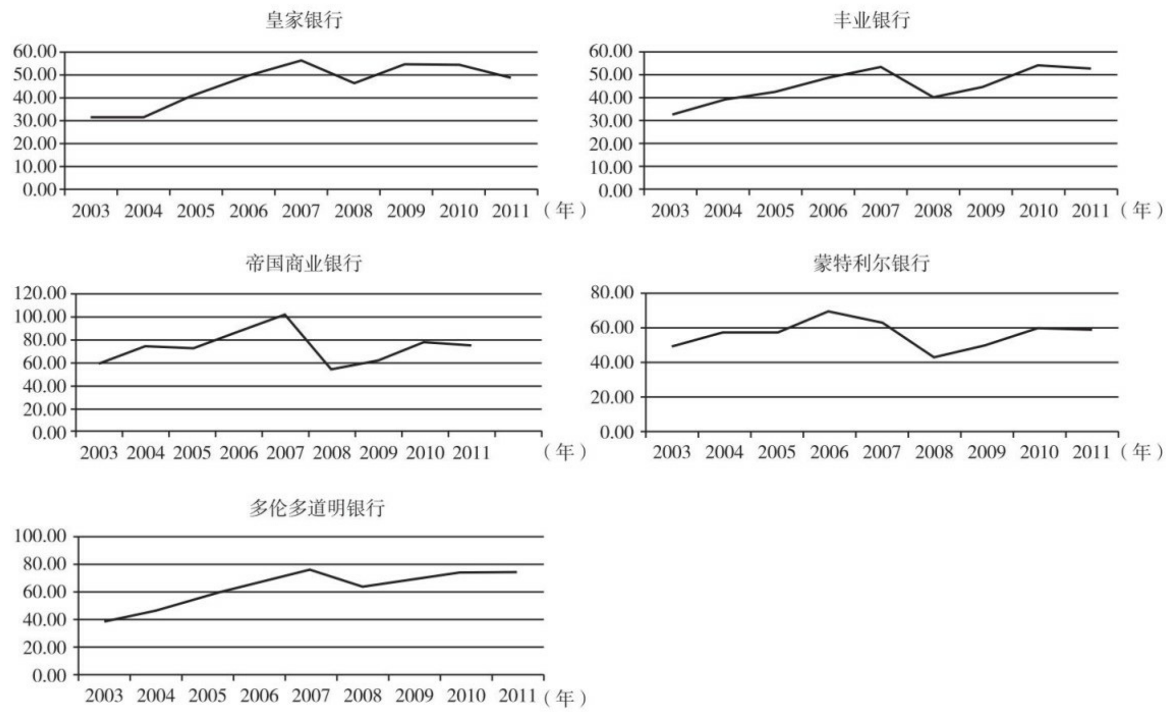


图4.2 加拿大五大银行年末股价（加元），2003—2011年

加拿大皇家银行

皇家银行始创于1864年，银行成立之初的名称为哈利法克斯商人银行（Merchants Bank of Halifax）。银行资产从1994年的1730亿加元增至2000年的2890亿加元和2007年的6000亿加元。如果以资产价值为标准，皇家银行当时是加拿大最大的公司，也是1940年以来最大的银行。2007年，皇家银行营业收入中的48%来自其加拿大银行业务，5%来自国际银行业务（主要为皇家银行在美国东南部地区和南美洲的业务收入），14%为财富管理业务收入，8%为保险业务收入，24%是资本市场和投资

银行收入（RBC，2009，第6页）。

在银行2008年年报的前言部分，皇家银行的CEO戈登·尼克松（Gordon Nixon）表示："今年，在当前最具挑战性的市场和经济环境下，皇家银行虽非毫发无伤，但表现堪称强劲稳健。"（RBC，2008，第4页）这是个中肯的评价。2008年5月，皇家银行公布了8.55亿加元的资产账面价值减记。2009年4月，皇家银行再次宣布8亿加元的减记（Willis，2009）。2010年，穆迪考虑到皇家银行的资本市场业务规模，将该行信用评级从AAA级降为Aa1。因为该行资本市场业务"可能使债券持有者面临更大的收益波动性，以及重大的风险挑战"（B.Simon，2010）。尽管如此，该时期银行的整体状况依然强劲。税前利润由2007年的70亿加元降至2008年的60亿加元和2009年的55亿加元，随后于2010年回升至69亿加元。一名市场分析师评论道："在阅读安德鲁·索尔金（Andrew Sorkin）的《大而不倒》（Too Big To Fail）时，不必在索引处寻找皇家银行的名字。因为它们的确只是这次金融危机的旁观者。"（Perkins，2009）

皇家银行经历了10年的高速成长期，期间一直保持着审慎的资产负债表。2007年，银行杠杆率为23.5（高于2000年的21.3）。同期总存款相当于资产的56%（低于2000年的63%）。然而，出人意料的是，相对于业务总体情况，该行总贷款仅占银行资产的40.1%（低于2000年的53.9%），交易性证券占资产的37.4%（高于2000年的14.7%）。由于全球资产价格在2007—2008年间下跌，皇家银行这些证券的损失高达15亿加元。然而，仔细研究的话可以发现，银行的风险敞口有限。该行的大部分贷款和证券都和加拿大市场相关。2007年，皇家银行的资产负债表显示，该行持有243亿加元的加拿大政府和政府机构证券，35亿加元的抵押贷款支持证券，以及47亿加元的其他资产支持证券（RBC，2008，第44页）。2006年，皇家银行5.3%的贷款发生在美国，2.7%在其他国家，剩余92%均为加拿大本土贷款（RBC，2008，第120页）。相较而言，皇家银行对美国市场的风险敞口非常小。2005年，银行将其在美国

的房地产抵押贷款业务——皇家银行房地产抵押贷款公司（RBC Mortgage Company）出售给了新世纪公司（New Century）。一名不愿透露姓名的市场评论家认为，“皇家银行决定专心从事其传统优势业务即基础借贷业务，而不是高风险的房地产抵押贷款业务这种烫手山芋”。（Perkins，2009）2008年，银行还有2.62亿加元美国次级证券敞口，以及9300万加元涉及次级资产的抵押债务凭证（RBC，2008，第80页）。考虑到银行资产负债表的总规模，这些数字整体可控。

加拿大多伦多道明银行

2007年，多伦多道明内设四个部门，即加拿大银行部（2007年净收入22.53亿加元）、财富管理部（7.62亿加元）、美国商业银行部（3.2亿加元），以及批发银行部（8.24亿加元）（TD，2008，第29页）。多伦多道明的总资产由2000年的2640亿加元扩张至2007年的4220亿加元。金融危机期间，多伦多道明的税前利润由2006年的56亿加元减少至2007年的49亿加元、2008年的44亿加元和2009年的34亿加元。但是多伦多道明仍然维持其AAA信用评级，并在2010年展现出其实力雄厚的一面，收购了三家美国地区性银行——佛罗里达河畔国民银行（Riverside National Bank of Florida）、北佛罗里达第一联邦银行（First Federal Bank of North Florida）以及美国第一银行（American First Bank）。

2007年，多伦多道明的杠杆率为20.2（略高于2000年的19.7），客户存款总量相当于资产负债表中总资产的63%（高于2000年的60%）。在危机前夕，多伦多道明成功减少了对美国市场的风险敞口。2005年，多伦多道明全力投入到大规模的海外扩张活动中，斥资85亿美元收购了总部位于新泽西州的商业银行集团（Commerce BanCorp）的1000家分支机构，该集团大量参与次级贷款业务。当时，多伦多道明还是证券化资产的全球十大购买者之一（Kravis，2009）。但在完成对商业银行集团的收购之后，多伦多道明决定退出证券化和次级市场。该行2008年年报登载了一段访谈，银行的CEO埃德·卡拉克（Ed Clark）对战略转型做

出了解释：

> 转型归根结底取决于我们的战略决策，主要围绕我们管理风险的方式。其中一项决策就是退出2005年开始的结构性产品业务。退出只是因为我们不喜欢潜藏在这些金融工程造就的复杂投资工具中的风险。我们也不认为让客户购买资产支持产品是件明智的事，因此，我们拒绝销售此类产品……另一项决策是在美国市场不再发放次级贷款。我们的做法是，在本地市场放贷给我们了解的客户，我们相信能偿还贷款的客户。这意味着我们只向信用程度优良的客户放贷，而且地区也仅限于经济相对较好且整体房地产市场未遭遇崩塌的地区。我们的储备金远超信贷损失，这都归功于我们的发展轨迹，保守的放贷操作和强健的信用文化。（TD，2008，第11页）

战略转型后，多伦多道明的交易性证券在总资产中的占比由2000年的22%降至2007年的18%。2007年，该行总贷款占总资产的41%（低于2000年的46%）。在2007—2008年金融危机之前，多伦多道明继续从事资产证券化业务。2006年，该行将63.49亿加元新增住房抵押贷款、67.41亿加元个人贷款、4.2亿加元信用卡贷款、6.33亿加元商业房地产抵押贷款进行证券化（TD，2007，第91页）。但最关键的是，多伦多道明并未在其资产负债表上保留这些证券化的贷款，而是将其出售给了外部投资者。2006年，该行资产负债表上保留的证券化的资产为2.41亿加元，仅占该行当年实施证券化资产总值的2%（TD，2007，第91页）。此外，2008年，多伦多道明报表中对美国次级市场或由美国住房抵押贷款支持证券衍生而来的抵押债务凭证的风险敞口为零。

加拿大丰业银行

通过一系列收购活动，丰业银行（也就是俗称的Scotiabank丰业银行）在20世纪90年代大幅扩张。该行1992年收购了墨西哥英韦尔莱特银行（Inverlat），1994年收购了蒙特利尔信托（Montreal Trust），1998年

收购了邓迪财富（Dundee Wealth）。2007年，丰业银行的业务部门包括国内银行部（2007年收入15.5亿加元）、投资银行部、丰业资产（Scotia Capital，收入11.14亿加元）和国际银行部（收入12.32亿加元）（BNS，2007，第9页）。金融危机期间，银行的税前利润由2007年的52亿加元减少至2008年的39亿加元，2009年恢复至47亿加元。除了对其设立的三家表外通道机构风险敞口较大外，丰业银行在危机期间表现尚佳。其中一家通道公司位于美国，资产高达126.99亿美元，其中包括6.5亿美元的抵押贷款支持证券，3.72亿美元的抵押债务凭证和抵押贷款凭证，以及42.36亿美元证券化汽车贷款（BNS，2008，第44页）。2008年，丰业银行被迫将上述表外抵押债务凭证和抵押贷款凭证转入资产负债表，并将其价值减记2.98亿美元（BNS，2008，第25页）。其余资产仍然留在该通道公司，并由丰业银行继续向其提供流动性保证。

丰业银行对美国房地产市场的风险敞口有限，且需放在该行资产负债表的整体背景下进行理解。2007年，丰业银行的杠杆率是21.8（高于2000年的18），低于加拿大银行业的平均水平（更是远低于英国）。总贷款占该行资产的55.7%（比2000年的57.7%略低），客户总存款相当于资产负债表中总资产的63%（高于2000年的57%）。除了美国通道公司以外，丰业银行对美国市场的风险敞口极其有限。2007年，该行境内贷款余额1580亿加元，非美国的境外贷款余额530亿加元，美国贷款余额仅为170亿加元（其中3.66亿美元贷款为已减值贷款）（BNS，2008，第118页）。丰业银行对美国次级市场有“名义”（nominal）风险敞口，对超A级（Alt-A）房地产抵押贷款市场有“非重要”（insignificant）风险敞口（BNS，2008，第48页；BNS，2009，第49页）。此外，尽管丰业银行是证券化市场的积极参与者，但其并未将这些资产保留在本行的资产负债表上。2006年，丰业银行对25.14亿加元的资产实施了证券化，但在本行表内仅保留了其中的6700万美元的资产（BNS，2007，第109页）。最后，丰业银行的交易业务规模相对较小。2007年，在该行资产负债表上，仅有列明交易用途的5.17亿美元加拿大抵押贷款支持证券和3800万美元商业抵押贷款支持证券。即使以其他加拿大银行的标准来衡

量，丰业银行的交易业务量也是相当小的。

加拿大蒙特利尔银行

加拿大蒙特利尔银行在危机期间的表现与本书讨论的其他加拿大银行表现相近。税前利润由2007年的23亿加元减少至2008年的19亿加元，2009年回升至20亿加元。2010年，蒙特利尔银行实力雄厚，斥资41亿美元投资美国中西部地区性银行马歇尔和尔斯利银行（Marshall & Isley），以此拓展其在美国的业务。但蒙特利尔银行亮丽的表现掩盖了其资产负债表上不少的难题。难题之一源自该行1984年收购位于芝加哥的哈里斯银行（Harris Bank），该行在21世纪初期大量从事房地产抵押贷款业务。2008年，蒙特利尔银行（BMO，2008，第62页）披露，通过其在美国的分行，该行持有的25亿美元贷款具有“次级属性”，此外还持有16亿美元的超A级贷款。为了安抚投资者的不安情绪，蒙特利尔银行宣布已经停止“无须证明文件”贷款计划，但该措施从2008年初才开始执行（BMO，2008，第63页）。该行资本市场部持有美国房地产证券，是其面对的第二大难题。2008年，蒙特利尔银行资产负债表上持有1200万加元抵押债务凭证、5300万加元抵押贷款凭证、6900万加元住房抵押贷款支持证券和3.99亿加元的其他资产支持证券（BMO，2008，第63页）。蒙特利尔银行的年报和账目并未指明与美国贷款相关资产所占的比重，但事实上，该行2008年抵押债务凭证的1700万加元账面损失和抵押贷款凭证的2400万加元账面损失似乎说明了情况。蒙特利尔银行的第三大难题来自其对美国飞尔威金融公司（Fairway Finance）提供的融资担保，该公司对许多美国大型银行的表外通道业务提供支持（Perkins，2008a）。2008年，考虑到要履行上述担保，蒙特利尔银行为未来的相关损失提取了2.47亿加元的拨备。

在遭受上述损失之后，蒙特利尔银行宣布对其风险管理职能进行“架构重整”。对此，该行行长兼CEO威廉·唐恩（William Downe）承认，“现在明确的是，在我们的某些业务条线，出现了和银行风险容忍

度和战略方向不一致的业务增长”（Perkins，2008b）。尽管如此，由于2008年和2009年其核心业务仍有盈利，蒙特利尔银行当年税前利润仍然为正。与澳大利亚澳新银行和澳国民银行不同，蒙特利尔银行在设置资产负债表安全边际方面出现了偏差。2007年，蒙特利尔银行的杠杆率为23（高于2000年的18），相当于加拿大银行的平均数。总贷款占蒙特利尔银行总资产的41%（低于2000年的51%），交易性证券则占总资产的19%（高于2000年的9%），客户总存款相当于资产负债表总资产的53%（低于2000年的57%）。这些数字都表明蒙特利尔银行在重构资产负债表方面比皇家银行、多伦多道明银行、丰业银行都走得更远，尽管如此，重构的程度尚不足以威胁到银行的生存。

加拿大帝国商业银行

帝国商业银行成立于1961年，由加拿大商业银行（Canadian Bank of Commerce）和加拿大帝国银行（Imperial Bank of Canada）合并而成。银行近年来经历了曲折的发展历程。2003年，美国证券交易委员会对加拿大帝国商业银行开出8000万美元的罚单，理由是其参与了安然公司与结构化信用产品价值相关的财务报表造假。2005年，为应对一些投资安然公司的养老基金提起的集体诉讼，帝国商业银行支付了24亿美元的和解费（Teather，2005）。2004年，因对本行发行的Visa卡的支付收费相关信息披露不充分，帝国商业银行支付了1500万加元的和解费。同年，帝国商业银行宣布，因之前收费过高，该行将共同向房地产抵押贷款客户返还2400万加元（Business Monitor International，2010，第41页）。2005年，加拿大帝国商业银行确认，将为美国证券交易委员会对其非常规交易行为开展的调查支付1.25亿美元的庭外和解费。

2007—2008年的金融危机给加拿大帝国商业银行带来的损失更是进一步损坏了该行的声誉。2007年12月，帝国商业银行披露其通过一系列衍生产品合约对美国次级住房抵押贷款支持证券市场的风险敞口高达98亿加元，此外，在其资产负债表上还有共16亿加元的住房抵押贷款支持

证券和抵押债务凭证敞口，也和美国次级市场“有关”（CIBC，2007，第40页）。2008年2月，银行报告称已对上述资产账面价值减记34.6亿加元，并于6月宣布针对这些资产再次减记24亿加元。根据加拿大帝国商业银行2008年年报（CIBC，2008，第44页）显示，该行对超高层级抵押债务凭证的风险敞口为8.11亿加元[注]，对“待出售”（warehoused）抵押债务凭证的风险敞口为3.65亿加元，还有3.13亿加元“其他”未对冲的抵押债务凭证。此外，此时银行对一系列表外通道还有66亿美元的敞口，并对这些通道提供流动性资金担保。2007年，帝国商业银行税前利润为38亿美元，但2008年税前已经亏损42亿加元。2009年，加拿大帝国商业银行才恢复元气，税前利润恢复到19亿加元。用资深证券分析师彼得·劳特利奇（Peter Routledge）的话说，加拿大帝国商业银行之所以亏损，很大一部分原因在于该行虽然为其持有的抵押债务凭证购买了保险，但承担的那些单一债券保险公司自己却破产了。

> 每个人都在用净风险水平衡量风险……因为我们知道交易的细节，我记得我在穆迪的时候关注过这一点。但基本上，每个人，包括我们穆迪的分析师都是用净风险水平来评估的。但是没错，这不是一个净风险的问题。大家都知道，他们已经购买了抵押债务凭证，并通过购买保险对冲风险，而信贷违约掉期信用保险的最大提供商就是ACA（一家大型单一债券保险公司）。大家都不认为这是个问题，但如果你打开这个交易进行分析……发现好吧，这是无法偿付的产品……假如你当初真的打开交易进行剖析和思考，你会发现，天呐，这只是同一个东西，事实上几乎没有任何保障。（访谈，2013年6月5日）

帝国商业银行是唯一一家在金融危机期间经历过严重财务困境的加拿大银行。事实上，据《加拿大全国邮报》（National Post）报道，就此次危机的损失而言，帝国商业银行在全球性银行中位居第15位（Lam，2009）。但该行受到的损失本应更惨重。2008年，巴克莱得以

在交易业务中获益，其中一部分原因是超低价购买了雷曼兄弟紧急抛售的资产。帝国商业银行则以完全不同的方式从雷曼兄弟破产事件中获益。2010年，雷曼兄弟控股公司的破产财团起诉帝国商业银行，要求后者偿还2008年因雷曼兄弟申请破产而不必向雷曼兄弟支付的与信贷违约掉期敞口相关的13亿加元的债务（Robertson，2010）。

帝国商业银行最初并未对其亏损表示悔悟。该行CEO格里·麦考伊（Gerry McCaughey）认为，"事实上，（因美国房地产市场导致的）亏损只发生在银行一小部分业务领域，也是最意想不到的领域"（Perkins，2008c）。由于和其他加拿大银行相比，帝国商业银行的亏损程度完全高出一个数量级，因此麦考伊的这种说法很不具有说服力。但帝国商业银行的核心业务——加拿大本土业务比较强健是不争的事实。2006年，该行加拿大银行业务部取得了18亿加元的税前利润。2007年，该部门利润增长至25亿加元，2008年减少为21亿加元。一名市场分析师是这样评论的："加拿大帝国商业银行经营情况中最讽刺的一点是，如果没有次贷和抵押债务凭证交易对手敞口的威胁，该行可能是加拿大五大银行中风险水平最低的银行，本可以在加拿大银行当前面临的不确定环境中成为最安全的避风港。"（Perkins，2008c）

我们应该谨慎对待上述评价。2007年，帝国商业银行的总体杠杆率为25（高于2000年的23），是所有加拿大银行中最高的，这意味着该行的损失对其营利性的影响被夸大。然而，在其他方面，帝国商业银行的资产负债表的确较为保守。2007年，该行20%的资产为交易性证券（仅略高于2009年的19%），总贷款占资产的47%（与2000年的比例保持一致）。此外，帝国商业银行对批发融资的依赖度并不高，2007年的总存款相当于资产负债表内资产的63%（高于2000年的62%）。2007—2008年，加拿大帝国商业银行是所有加拿大银行中处境最为困难的一家。尽管如此，和美英两国的一些大型银行相比，该行面临的困难和挑战也只是九牛一毛。需要注意的是，近年来，帝国商业银行一直在努力进行改革。正如彼得·劳特利奇强调的那样，帝国商业银行于2008年1月筹集了

整整30亿加元的普通股本，试图采取一切可能的措施消除银行不稳定这一阴霾。此后，该行任命前加拿大金融机构监管署（OSFI，Office of the Superintendent of Financial Institutions）负责人尼古拉斯·拉潘（Nicholas Le Pan）担任风险管理委员会主席。

本章小结

在本章及第二章中，本书审视了四个国家共计25家银行的资产负债表和财务状况，并记录了不同国家之间，以及同一国家不同银行间业绩表现的巨大差异。图4.3展示了“世界经济论坛”（World Economic Forum）对美国、英国、澳大利亚和加拿大银行体系的排名（数字越大表示排名越低）。国家层面的差异性主要反映了危机前银行资产负债表结构的不同。2007年，英国银行的平均杠杆率为26，澳大利亚银行和加拿大银行的平均杠杆率分别为19和23。美国各商业银行平均26%的资产是交易性证券，而澳大利亚银行的这一比例仅为4.5%。另一方面，美国各商业银行资产的50%是贷款，英国银行的这一比例是49%，而澳大利亚则高达72%。按照上述标准，加拿大银行体系与美英两国银行体系的共同点更多，而非澳大利亚银行。2007年，加拿大银行体系的贷款占总资产的45%，交易性证券占总资产的19%。尽管如此，加拿大银行对批发融资的依赖度不高，2007年，客户总存款相当于表内总负债的60%。而澳大利亚银行的总存款相当于其资产的40%，英国各银行和美国五大商业银行的这一比例分别为35%和37%。莱特诺沃斯基等人（Ratnovski and Huang，2009）认为，这是关键的不同点。当2007年批发融资市场开始恶化时，加拿大银行仍能维持投资者信心的原因就是他们是以存款作为资金的主要来源。和澳大利亚银行相似，加拿大银行对美国房地产市场的风险敞口小得多。

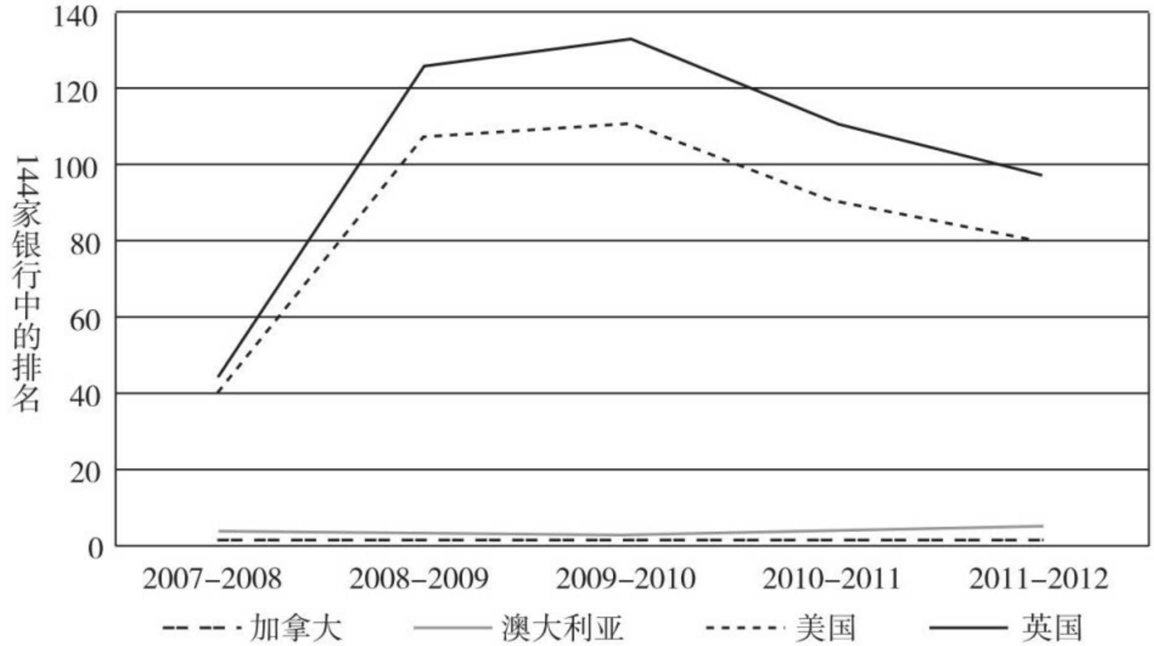


图4.3《世界经济论坛全球竞争力报告》：银行体系稳健性，2007—2011年
数据来源：《世界经济论坛全球竞争力报告》

此外，本书还记录了同一国家内不同银行间表现的巨大差异性。不是所有的美英银行都走向了失败，也不是所有的澳大利亚和加拿大银行都一样欣欣向荣。在美国，摩根大通和高盛原本积累了巨量的市场敞口，但随后却对其大部分头寸实施了反向操作（摩根大通于21世纪头10年持续进行这一操作，高盛在2006—2007年实施）。在21世纪头10年，富国银行则维持了其保守的资产负债表。英国渣打银行可以说基本上毫发无损地度过了2007—2008年的危机时期，汇丰银行尽管由于美国次贷敞口而遭受巨额亏损，但在2008年和2009年仍然取得了税前盈利。其他一些银行的表现则更为喜忧参半。2008年，美国银行资产账面价值减记了37亿美元，表外业务亏损40亿美元，但银行仍然保持盈余。在英国，在劳埃德银行收购哈里法克斯银行这一灾难性行动之前，其财务实力颇为雄厚。巴克莱银行2008年和2009年保持盈利，部分原因是该行低价买入雷曼兄弟的大部分资产增值获利。巴克莱银行没有受到英国政府的任何直接救助，却通过中东的主权财富基金补充了资本金。

反观澳大利亚和加拿大，澳新银行和澳国民银行对美国房地产市场的敞口遭受损失，但银行总体仍保持盈利。加拿大蒙特利尔银行也正是如此。澳大利亚和加拿大银行中唯一一家在2007—2008年危机期间或之后出现税前亏损的机构是加拿大帝国商业银行。尽管此次危机被冠以全球金融危机之名并广为各界接受，但2007—2008年各国之间以及各国国内银行之间的表现大相径庭。表4.1概括了我们在这一方面的所有发现，可作为后面章节讨论的参考起点。

表4.1 国际和国内层面银行表现的差异性一览表

	国内表现良好	国内表现中等	国内表现差
国际层面表现良好（澳大利亚和加拿大）	澳大利亚澳洲联邦银行 澳大利亚西太平洋银行 加拿大皇家银行 加拿大多伦多道明银行 加拿大丰业银行	澳新银行 澳大利亚国民银行 加拿大蒙特利尔银行	加拿大帝国商业银行
国际层面表现差（英国、美国）	美国富国银行 高盛银行 摩根大通银行 渣打银行 汇丰银行	美国银行 英国劳埃德银行 （收购哈里法克斯银行前） 英国巴克莱银行	花旗集团 美林证券 贝尔斯登银行 雷曼兄弟 美联银行 房利美和房地美 苏格兰皇家银行 英国哈里法克斯银行

那么，如何解释银行表现的差异性呢？本书认为，通过观察银行资产负债表的结构，可以显而易见地发现这些差异性。在危机中脱颖而出的银行的特征包括低杠杆率、对批发融资的低依赖度、对证券化资产的交易敞口较小，或者三种特征兼有。不同银行为何会采取如此不同的业务模式？这是本书在接下来的章节中要讨论的问题。

---

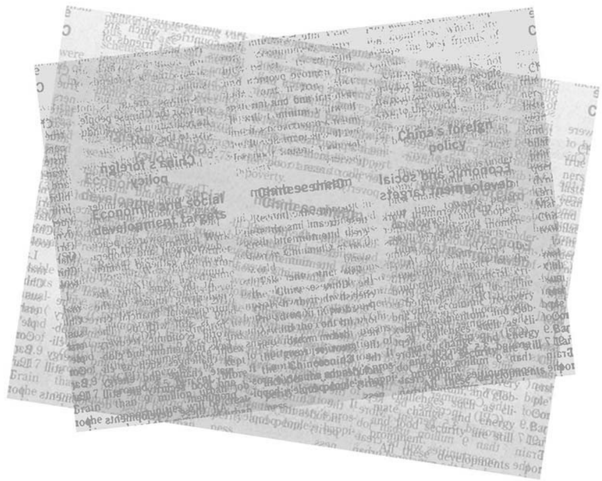
1. 单一债券保险公司是指为债券发行人或承销商提供信用担保或保险的专业机构。——译者注

2. 无须证明文件的贷款是指贷款人无须任何收入证明等文件，只需填写申明，确认贷款人有能力支付还款。该贷款是基于对担保资产的可售性及可退出机制的评估而做出的。——译者注

3. BT金融集团部（BTFG）负责西太平洋银行的财富管理业务。金融集团部的基金管理业务包括投资性产品、养老金和退休产品的开发和分销、投资平台、财务规划，以及私人银行业务。——译者注

4. 勘误:原书为加元。但根据该行公开的2008年年报数据显示，此处货币单位应为美元。

第五章
美国银行业



激动人心但安全不足

根据美国非营利性金融改革推动组织“优化市场”（Better Markets）估算，包括金融机构资产负债表上的损失以及对GDP的冲击在内，金融危机对美国造成的总损失近13万亿美元（Blyth，2013，第45页）。在对此进行分析问责时，美国政府的金融危机调查委员会（FCIC，2011，第xvii页）称，2007—2008年金融危机的产生是由于“金融大佬以及金融体系的公共管理者们无视预警、无力质疑，未能管控不断膨胀的风险”。

在第二章中，本书讨论了美国房地产行业泡沫的破灭如何导致了金融体系危机，而金融体系中系统性风险的积聚，又放大了金融危机的规模。第三章中，本书讨论了贝尔斯登、雷曼兄弟、美林、摩根士丹利、

花旗集团和美国银行如何通过高杠杆率的证券化资产交易获取更高的利润，以及这些机构的资产负债表又是如何在危机中受到重创甚至被完全摧毁。本章将解释这些不审慎银行的行为模式，重点检视对这些银行有着钳制性领导权的首席执行官及其他高管的观念、战略及行为抉择。在第一章和第二章中，我们看到对历史制度主义的一种修正理论为解释机构行为提供了一种路径。银行高管们面临强大的制度激励及市场压力，促使其实现资产负债表的规模扩张和盈利增长，在此情况下，高管们几乎成为市场的奴隶。然而，正如本文所述，上述行为人基本上都是“真正的信徒”，他们相信市场是高效的，相信证券化分散了风险，相信风险管理系统是有效的，认为全国性的房价衰退是无法想象且不可能发生的。银行高管们似乎既是市场的奴隶，同时又是市场真正的信徒，这其中并不矛盾。其中的物质激励和思维观念是一致的。银行家们对自己的所作所为坚信不疑，因此并未从根本上去质疑他们身处的市场所形成的压力和激励问题。即使是那些对此有些疑虑的银行家，由于丰厚的薪酬激励，也不会对繁荣进行质疑。

激励和理念的不同组合是区分倒闭的银行和更审慎银行之间的关键差别，本书第七章将分析后一类银行，如摩根大通、高盛和富国银行。此类银行的高管在感受到市场追求利润的压力的同时，也意识到了风险。因此我们不仅强调制度对行为人的压力，也关注行为人如何在这样的环境中做出判断并采取行动。最终，正如本书第一章所述，环境和行为人互相影响，互相作用。那些对市场环境保持乐观的行为人奋勇向前，而存有疑虑的行为人要么扛住对资产负债表进行重构的压力，或者在危机到来之前反转其头寸。银行行为模式的相对差异体现了当时市场环境中观念及个体能动性的重要性。美国各银行都处于基本相同的市场和监管环境中，暴露在系统性风险的宏大结构中。因此，问题的差异显然来自银行本身，来自其内部对市场的评估，以及它们的企业战略和文化。尽管我们认为市场激励和制度压力看似“奴役”了银行家，但也仅限于市场上自甘受奴役的真正信徒。那些持怀疑态度的高管则更为谨慎，并不随波逐流。

正如著名社会学家马克斯·韦伯（Max Weber）早年的论述，“观念，就像扳动铁轨的扳道工一样，决定了人在利益驱动下会遵循何种行动轨迹”（Weber，1946，第280页）。对于美国银行家来说，正是关于金融市场的本质及其风险的观念，或关于杠杆交易的观念，成为金融危机发生之前市场金融创新的焦点，也是推动市场发展的主要驱动力。在这方面，正如此前所述，不审慎的银行之间有很大的相似性。这些银行都由独断的首席执行官执掌大权。一旦银行形成对市场以及杠杆交易的潜在利润的乐观预期，在其操作或制度环境层面完全没有任何制衡机制，来防止灾难性行为的产生。这些银行内部的威权架构和操作流程，以及主要的市场和监管环境，都对金融体系迅速走向崩溃产生了助推甚至是刺激作用。个别高级经理的权力大到足以漠视或压制低级别经理，尤其是风险经理对银行战略持担忧或反对意见。董事会和股东也普遍乐观，认可激进的战略。最终，对高管权力过大无任何有效制衡，以至于这些银行像施展金融炼金术一般，将非标准的房地产抵押贷款转化为巨额利润。

本章旨在聚焦那些陷入危机的美国银行，分析其微观动力，准确还原银行家们究竟如何理解其处境，在更宏大的激励与压力面前又是如何做出反应的。这些银行的领导者们如何理解他们所处的环境，如何判断其所承担的风险，如何应对市场压力？同时，贪婪、自大驱动的战略，风险导向的薪酬方案，以及各类风险管理战略提供的各类形式上的风险管控，这些因素如何影响银行家的风险判断和风险偏好？此外，银行家们对自认为能够掌控的金融工具和机构的复杂性，能够理解多少？

市场压力

国内市场环境是影响银行战略制定的主要因素。市场存在很强的压力，要求机构扩张资产负债表，通过杠杆交易显著提升利润水平。无法达到上述目标则意味着负面的市场反应，股价暴跌，甚至可能面临收

购。当局也大力鼓励市场竞争。市场竞争挤压了传统利润来源，促使许多银行自我革新。例如美国的投资银行原来通过合伙模式共同治理。由于每个合伙人的资金都承担风险，此种模式使银行展业较为谨慎。“在放弃合伙制的同时，我们失去了一个互相制衡的系统，一个在某种程度上能够抑制过度承担风险的系统”，一位前银行高管这样评价投行治理模式的变迁（McGee，2010，第186页）。20世纪八九十年代美国投资银行依次上市，一方面融入了更多的资本及债务，另一方面逐渐采取更为激进的交易策略，而合伙模式则逐渐为银行所抛弃。兼并与收购是银行应对竞争压力的另一种方式。1990—2005年之间，美国发生了70起超大规模兼并，涉及银行的资产均超过100亿美元（FCIC，2011，第52页）。银行希望通过扩张资产负债表来弥补低利润率，并获取更大的市场话语权。不过正如本书第二章所述，银行面对压力的关键应对是参与杠杆交易和证券化业务。正如一位银行内部人士所言，银行“是逐利的，而且非常追求收益……在这种疯狂竞争中，投资者向风险性逐渐增大的证券化资产投入了大量的资金”（Tibman，2009，第100页）。

银行高管和经理就像鱼缸中的鱼，大量分析师和投资者对其密切关注，并叫嚷着要银行快速实现高额回报，尤其是在疯狂的市场繁荣期更是如此。就在危机发生之前，桑顿、亨利和卡特（Thornton，Henry and Carter，2006）在《商业周刊》（*Businessweek*）撰文问及，“银行为何冒着遭受长期巨大损失的风险，竞相从事更大规模且更为复杂的交易业务？一方面，银行认为他们可以处理这些风险。另一方面，这是银行股东及客户的需求”。在这样的制度背景下，若净资产收益率不佳，则将受到投资者惩罚，并可能成为被收购的对象。竞争就此演变为一场战争。雷曼兄弟的首席执行官迪克·富尔德（Dick Fuld）认为，“每天都是一场战斗……你必须杀死敌人”（Fishman，2008）。正如一位银行家所言，“每季度我们都会被告知，这将是公司历史上最辉煌、最重要的时刻，要求我们时刻保持专注，并交付成果”（McGee，2010）。另一位银行家也曾表示，“从1999年至2007年中期，任何停止下来、不再承担更多风险、不再积极发展更多交易的行为都是错误的”（McGee，

2010，第10页）。摩根士丹利的首席执行官麦晋桁（2010）告诉金融危机调查委员会，事情已经变得“如此具有竞争性，所有人都在寻求业务机会，追求收益……我可以放弃某笔业务……但若是我继续放弃第四笔、第五笔乃至更多，公司人员就可能流失，而且你可能再也不会有其他业务机会了”。高盛首席执行官劳埃德·布兰克费恩（Lloyd Blankfein）在谈及银行曾一度放松信贷标准时说：“我们将其视为理所应当，因为银行机构作为市场竞争的参与者之一，有时会盲目想要维持和扩大市场份额，尤其是在市场最繁荣的时候”（Braithwaite and Guerrera，2010）。花旗集团首席执行官查克·普林斯（Chuck Prince）[注]，在经济繁荣期中有一个著名的说法，“只要音乐继续，你必须随之起舞。现在，我们仍在跳舞”(FCIC，2011，第175页)。之后他向金融危机调查委员会解释，当时花旗面临来自私募股权机构的强大收购压力，在这样的环境下，“没有一家机构可能独自离场”（FCIC，2011，第175页）。不起舞似乎不足以成为一个选项。就像某位资深银行家所说，“银行如果这样做，会产生什么后果？投资分析师会下调其评级，股东会不开心，员工也会由于奖金缩水而不开心……该银行将承受各方面压力，人们会认为其运作不佳”（McGee，2010，第10页）。在银行和投资机构内部，交易员及基金经理个人也受到密切关注。正如一位内部人员所说，“一旦获准投资于较低评级的高风险证券，单个的经理人将不可能坚持其原则。对任何基金经理个人而言，保守就意味着业绩落后于同行……这不是保住职位的诀窍。基金投资者通常对风险视而不见，当基金表现不佳时他们就会退出”（Tibman，2009，第100—101页)。

激烈的竞争也可以解释房利美和房地美之所以降低信用标准的原因。在2000年年中，房利美发现其在美国房地产抵押贷款市场的占有率急剧下降，主要是由于贴着“私营标签”的投资银行开始大举购买房地产抵押贷款并将其证券化。据房利美前首席业务官罗伯特·莱文（Robert Levin，2010）称，“我们的业务量相对市场情况而言不断降低，低到我们担心失去市场地位的程度”。据其咨询团队建议，房利美面临两个“严

峻的选择”，一是维持原有的业务模式，丧失更多的市场份额；二是“做出改变，满足市场需求”（Lowenstein，2010，第14页）。房利美的高管们最终决定扩大其次优级和次级贷款的发放和证券化业务。正如房利美前执行副总裁肯尼斯·培根（Kenneth J.Bacon，2010）所述：

> 我们达成了一个共识，即必须承担更多的风险，因为我们已经落后于市场，对投资者和客户来说……我们目前（2008年）相比2005年而言，拥有更丰富的产品……并不是房利美变得更为激进，而是市场如此，我们只是随后跟进……我们无法控制前进的步伐。市场就是如此，我们必须跟着市场不断调整。

金融危机调查委员会曾询问培根，若房利美拒绝接受次优级贷款，房地产抵押贷款的发起人是否威胁将业务转移至投资银行，培根回应称确有此类“隐性”的威胁，他表示：

> 有些事在华尔街也不能称作是威胁，只是一种可能的选择。现实是当你给出一个报价时，你的交易对手也收到了其他的报价。事实就是如此，我并不将其视为威胁，只是客户的选择更多了，这对房利美形成了压力。

当被问及美国房地产市场出了什么问题时，培根回应：“整个市场都错了。”与此类似的，房利美的前首席执行官丹尼尔·马德（Daniel Mudd，2010）告诉金融危机调查委员会：“你的客户和市场占有率体现了你的重要性。很显然，如果市场占有率为零，那也就无生意可做了。据我回忆，在当时，我们的市场占有率从约55%下降到25%—30%之间。”

机构之间短期的竞争是首席执行官们积极追求利润和市场份额的另一关键激励因素。高盛无疑是华尔街顶级大投行中的佼佼者，被广泛认

为是最具创新性和盈利性的大型投行。在危机前的10年中，高盛实现了超过25%的年平均净资产收益率，而其他四家大型投行的净资产收益率则在15%左右。“其他华尔街投行的首席执行官们都清楚，要提高其个人收入，同时满足挑剔的股东的唯一方式就是追逐高盛这一标杆。”（McGee，2010，第9页）对于那些执着于“打败高盛”的各银行领头人而言，竞争的动力不仅关乎利润和薪酬，还来自一种自我追求。面对高盛的优异业绩表现，“我们都得了高盛嫉妒症”，一位一流的银行家回忆道（Tett，2009，第134页）。据雷曼兄弟一位前内部人士称，“雷曼兄弟曾有一位主席兼总裁决定参与到这一全球最大的金融运作中”（L.McDonald，2009，第231页）。在摩根士丹利，2005年，更为激进的麦晋桁替代了裴熙亮出任首席执行官，他决心通过承担更高的风险、采取更高的杠杆率来打败高盛。正如一位银行家所言：“对所有华尔街的首席执行官们来说，裴熙亮被摩根士丹利所抛弃显然是由于其没有充分利用杠杆率，没有承担足够的风险，未能赶上高盛的净资产收益率”。（McGee，2010，第150页）

与此类似的情况也发生在美林，由于利润落后于其他华尔街大型投行，2002年末美林新任命了一位更激进的首席执行官斯坦利·奥尼尔。“奥尼尔使美林的利润快速增长，将其从一个依赖金融咨询网络获取微薄利润的公司，转变为一个向资本市场投资数十亿美元的风险偏好型的激进公司。奥尼尔的愿景是带领美林成为高盛那样的公司，成为华尔街利润争夺战中的常胜将军。”（Farrell，2010，第231页）2003年，美林全球市场和投资银行部联席总裁道·金指示下属“不惜一切代价”，夺取抵押债务凭证业务市场的头把交椅（FCIC，2011，第202页）。到2006年，美林与房地产抵押贷款相关的抵押债务凭证业务规模已达到近350亿美元，排名市场第一，而第二位的摩根士丹利仅发行了213亿美元的同类抵押债务凭证（FCIC，2011，第202页）。对美林来说，2006年7月聘用奥斯曼·塞莫西（Osman Semerci）出任固定收益部负责人是一项关键而重大的决定，该部门负责抵押债务凭证及其他奇异金融工具（exotic instruments）的交易。塞莫西此前主要的工作经验在销售方

面，对固定收益领域几乎毫无经验。美林之所以任命塞莫西是希望其实现业务增长目标，据他自己估计，“他有半年时间来完成目标，不然就会被炒鱿鱼”（Farrell，2011，第29页）。在2006年末及2007年初，塞莫西大幅扩大抵押贷款支持证券的交易规模。在法雷尔（Farrell，2011，第27页）看来，这就像“让一个有着赌棍本性的销售去担任一家赌场的总经理”。当时，美林一位高级经理格雷格·弗莱明（Greg Fleming）曾就此事质问奥尼尔：“你了解塞莫西，将他放在这样的岗位是一种错位。”奥尼尔回答：“格雷格，你不懂，有时错位反而歪打正着，华尔街一些最成功的人士正是这么干的。”（Farrell，2011，第27页）奥尼尔一直向行内各部门施压，要求其承担更多风险。“在高盛公布财报利润的时候，你是不会想待在斯坦利·奥尼尔的办公室的。”一位美林的高级经理回忆道（Farrell，2011，第162页）。

贝尔斯登的情况也与此类似。威廉姆斯（2010，第139页）写道：“在研究贝尔斯登对风险的狂热追逐时，不能低估其自卑情结。一直以来，希望终有一天超越高盛、摩根士丹利和美林这三大巨头始终是贝尔斯登的企业精神……在内心深处，贝尔斯登和雷曼兄弟始终对规模远超自己的三大竞争对手怀有嫉妒之心。”这种求胜心切的嫉妒心理促使贝尔斯登哪怕是在市场出现拐点的情况下，仍不断去承担更大的风险，激进地扩张抵押贷款支持证券业务。这些高盛的模仿者们最终都没有获得好结果，其中一些机构在这条路上倒下了。

在市场繁荣时期，许多华而不实的市场交易员和冒险家们大量取代传统的投资银行家，进入银行的最高领导阶层，这也是市场快速前行的催化剂之一（L.McDonald，2009，第92—93页）。例如，雷曼兄弟2004年的收入中，66%来自包括交易和销售在内的资本市场业务，而传统投资银行业务仅贡献了20%的收入（Williams，2010，第107页）。迪克·富尔德明确对雷曼兄弟的高层员工表示，他希望该行做大业务规模。据一位前内部人士（L.McDonald，2009，第233页）称，富尔德“追逐风险，追逐更多的风险，如果必要的话甚至更大的风险”。富尔德还支持

大力发展商业地产领域的新投资项目，并在行内给予全球房地产部门负责人马克·沃尔什（Mark Walsh）几乎无制约的授权。雷曼兄弟是华尔街最大的抵押贷款支持证券承销商之一，2006年，其资产负债表上全球房地产相关业务规模已大幅增至890亿美元，其中2/3与商业地产相关（Williams，2010，第133页）。正如一位内部人士所言，房地产抵押贷款部门“持有的风险简直太可怕了……好像所有人都赞赏并帮助他们，无论他们需要什么都能得到支持，无论是额外的预算还是扩大风险授权额度”（L.McDonald，2009，第111页）。

真正的信徒

大型银行的高管们会受到强大的激励机制影响。不过他们真正的想法如何？佩罗（Perrow，2010，第309页）曾嘲讽那些应对金融危机负责的关键行为人，并质疑这些人“已经意识到他们所承担的巨大风险”，“清楚知晓这可能对他们的企业、客户以及公众造成损害”。我们对这一观点表示怀疑。相反，大多数的银行家看起来都是真正的信徒。正如第一章概括指出的，由于银行家并不是理性的，而是“有限理性的”，而且易出现目光短浅、过度乐观、随波逐流等问题，故现实中会存在一些我们现在看起来不仅存在缺陷，甚至有些离奇的观念。1996年，格林斯潘曾对“非理性繁荣”和权益市场资产价格泡沫的危险表示担忧。但他并没有试图提高利率为市场降温，因为他也相信那些掌握大量信息、拥有丰富投资经验、维护自身投资利益的银行股东们会约束银行家降低风险。然而在2008年危机发生后，格林斯潘（2009）的观点发生转变，开始承认存在金融狂热，认为“人类先天的内在倾向如何形成投机狂潮并引发金融危机，远远超乎我的想象”。在危机前市场的最高点，许多银行家出于直觉还准备加大投入，非常盲目地追随其直接竞争对手的脚步继续前进。他们忽视了一些现在看来非常明显的预警信号，轻信一些对资产价格和风险管理过于乐观的假设。显然，我们需要理解

银行家如何认识金融行业，理解其如何看待和评估风险。

银行家普遍认为房地产市场是稳健的，证券化资产及其相关风险已分散到金融体系的其他部分；资产和融资市场将始终保持流动性；剩余风险也由对冲交易或是类似信贷违约掉期的保险机制予以覆盖。直到2008年9月12日，雷曼兄弟申请破产的前三天，摩根大通还预计美国2009年上半年的经济增长率将提速（Greenspan，2013，第8页）。银行家们认为当时的巨大杠杆率是安全的，因为市场具有高流动性，只要有偿债需求，就可以快速出售资产。但他们没有考虑到资产市场流动性枯竭的情况，也没有考虑到批发融资市场也会冻结，会在多数情况下迅速导致致命的融资危机。多数银行家和评论家相信金融体系中的风险已得到精确量化、妥善管控，并分散至整个金融体系，而且，大型银行的盈利是完全可持续的。这也是为何许多银行高管在危机来临时自身财产也遭受重大损失的原因。2008年，雷曼兄弟的首席执行官迪克·富尔德因个人在雷曼的投资而损失2.6亿美元。贝尔斯登的首席执行官个人损失了近7亿美元（更具体的银行高管个人损失统计分析见Haldane，2011）。

这些真正信徒的一个核心假设是，市场是有效的且能够自我修正。在他们的认知世界中，过去历次金融危机并不能证明市场的脆弱性，反而显示市场拥有自我修复的能力。整体经济和银行体系在1998年长期资本管理公司的崩塌和2000年互联网泡沫破灭后都实现了快速恢复。就在此次危机发生的前几年，银行股价维持高位，对银行债务起保险作用的信贷违约掉期的保费保持在极低的水平（Eichengreen，et al，2009，第28页）。银行家们简单地假设市场是有效的，那些错误决策或承担过度风险的人会被市场淘汰出局，市场优胜劣汰的效率非常高，且不会造成系统性损害。此外，银行家们还相信，他们资产负债表上那些获得评级机构AAA评级的“高层级”证券化资产根本不可能发生违约。这种对证券化资产长期价值的判断，正是由于银行家认为此类资产（尤其是所谓的高层级资产）的风险已借由资产的结构化设计得到了有效控制，此外这

种判断也进一步反映出对美国房地产市场长期稳定的内在信心。某位资深银行家曾向美联储提出对房地产市场的担忧，但仅被告知房价一般会随收入和就业的增长而增长，而目前这两者都在上升过程中（FCIC，2011，第19页）。银行家们并未忽视国内部分地区房价出现下跌的可能性。不过他们坚信不太可能出现大范围的同步下跌。房地美前董事长兼首席执行官理查德·赛伦（Richard Syron，2010）向金融危机调查委员会表示："人都是逐利的，当时有大量的资金要去投资。人们会问什么产品会安全些？看上去房地产还挺安全的。自大萧条以来，房价没有出现过全国性的下跌。"

银行家们还相信他们拥有健全的风险管理系统。最大型的商业银行和投行于20世纪90年代和21世纪头10年在风险管理流程上进行了大量投入，并相信借此不仅可以度量风险，还可以将风险敞口最小化。此前也发生过多次可以警醒高管层的银行业危机，如20世纪80年代的储贷危机（savings and loans crisis）、1987年美林抵押担保债券（CMO）相关交易的高额损失、1998年的长期资本管理公司的衍生品巨亏。到21世纪头10年，许多银行家将证券化视为一种分散风险的系统，认为量化风险管理战略可以弥补风险漏洞。不过随着结构复杂的新型证券化业务规模快速增长，风险管理的不足逐渐暴露。正如一位内部高层人士所言："我会相信当时流传甚广的雷曼学说（Lehman doctrine）真是太愚蠢了……我深信我们已从几次与死亡擦肩而过中吸取了一些关于风险的重要经验教训，我还以为我们已经完全成为风险厌恶者。"（Tibman，2009，第51页）

特别值得一提的是，资深银行家们还认为，他们采用的企业风险管理体系，包括风险价值（VaR）在内的量化风险分析系统，是非常优秀的。劳伦斯·麦克唐纳（Lawrence McDonald，2009，第176页）曾表示，在雷曼兄弟，"没有人会想去越过风险价值模型的红线。如果发生一场灾难，那个没有遵守风险价值模型规则的人定是罪魁祸首，这些规则都经过检验且真正执行。因此，无论对错，风险价值限额都得到了遵

守”。风险价值等方法被用于测算特定时期内某项证券投资组合或一家银行的整体业务的潜在损失。20世纪90年代，一些银行希望使监管部门相信，他们能够管好自身的资产负债表并降低资本要求，故采取了一系列措施，其中也包括风险价值等方法的运用。以这种方式将风险分析工作移交给银行，事实上是将一项关键的监管权力移交给了私营部门。尽管风险价值模型确实是一种先进的量化风险评估方式，但其在此次金融危机后还是受到广泛批评。建模采用的参数往往选取历史金融数据，数据来源的时间跨度有限，且通常来源于相对温和的市场环境中。风险价值模型也未将表外业务的风险统计在内。它也无法有效识别尾部风险，即所谓的黑天鹅事件（Taleb，2007）。在1998年长期资本管理公司遇到危机时，风险价值模型就完全未能预测剧烈波动市场中巨大的尾部风险。由于这一分析方法本身基于历史数据的后顾（backward-looking）式特征，它很难将市场演化所带来的动态或系统性变化考虑在内，这是它在快速变化的市场中的一个局限性。此次危机的核心是复杂的证券业务，这是一类新生事物，且没有可供观察的历史记录（Williams，2010，第102页）。换而言之，此前没有历史先例，也不可能用历史数据来建立模型。创新证券业务的风险也是我们还知之甚少的非线性风险和关联风险的一些新形式。金融体系中的高杠杆性也意味着市场面临着更大的不确定性和不稳定性（Williams，2010，第108页）。因此，风险价值模型仅仅是给了机构一种错误的安全感，使其严重低估了风险，未保有足够的资本以应对即将来临的危机。英格兰银行负责金融稳定的执行董事安德鲁·霍尔丹曾表示，“此类模型虽然非常精确，但却是完全错误的”（转引自Blyth，2013，第37页）。在危机最严重的时期，当焦虑的斯坦利·奥尼尔向一名高级风险分析师问及该行的风险价值测算的意义时，其得到的回答是“毫无价值”（McLean and Nocera，2010，第316页）。格林斯潘后来也承认，此次危机的影响之一是“整个风险管理的理论大厦倒塌了”（Andrews，2008）。

银行的风险分析系统也未能关注市场流动性和批发融资市场中更大范围的系统性风险，而这两者可能导致许多银行的毁灭。本书在第二章

提到，银行原本认为，如有必要，杠杆化风险可以通过在流动性良好的资产市场出售证券化资产来得到化解。银行家们也相信批发融资市场将保持良好的流动性。贝尔斯登常务董事保罗·弗里德曼（Paul Friedman）曾向金融危机调查委员会表示，该行确实对融资压力有所担忧，并从2006年末和2007年开始减少在商业票据市场中短期无抵押融资的风险敞口（W.Cohan，2009，第71页）。到2007年末，票据市场的融资需求已从约260亿美元减少到约116亿美元。此类融资被认为是“信心敏感型”（confidence-sensitive）融资，如果贷款人不再授予短期融资额度，融资将面临“展期风险”。此外，贝尔斯登还开始增加融资的期限，“通过增加长期有担保的融资，公司相信能够更好地应对流动性风险事件”。然而，随后在2008年初，其他融资市场开始缩短融资期限，并要求更高标准的抵押物。于是到2008年3月，贝尔斯登面临严重的挤兑。威廉·科汉就该情况做出了客观评价，尽管贝尔斯登努力试图降低风险，“不过其已完全习惯于低成本的融资，他们最后完全依赖于隔夜回购融资。这相当于将生杀大权交给了债权人，这样的做法无比荒谬”（2012年3月采访记录）。

对于贝尔斯登的员工而言，市场的反应令人震惊。这完全出乎他们的预料，主要是由于该行错误地认为市场会以一种基本理性的模式运作，且不会出现群体性行为。贝尔斯登和其他银行不理解也没有预计到系统性风险的种类以及信用体系积累的脆弱性。保罗·弗里德曼（2010）是如此解释的：

> 贝尔斯登遭到挤兑，在我看来是由于市场对该行失去信心，这种信心的丧失并无根据……这是由于市场谣言引发的，我相信这些关于贝尔斯登流动性状况的谣言是毫无根据且不实的……这导致资本从公司快速流失并最终拖垮了贝尔斯登……贝尔斯登未能料到，我想按理也不可能预料到贷款人会拒绝提供短期流动性支持，即使这些短期贷款是完全由政府相关机构证券[注]（agency securities）和其他优质资产作抵押的。

2007—2008年金融危机不是某种反常事件，在新金融机遇和“金融创新”奇迹之类观点十分盛行且基本无争议的背景下，自然产生了此次危机。花旗集团的查尔斯·普林斯（Charles Prince，2010，b3）认为危机“完全出乎意料”。高盛的劳埃德·布兰克费恩（Lloyd Blankfein，2010a）将其比作一场“飓风”。前美联储主席本·伯南克（2010）认为危机是一场“完美风暴”。不过金融危机调查委员会（2011，第ⅹⅶ页）的结论却是，“曾经出现过预警信号”，但“可悲的是这些信号被忽略或未受重视”。麦吉（McGee，2010，第241页）认为银行家们被“奇幻般的思维”蒙骗了。

危机前，市场上已经出现了对次级房地产抵押贷款证券、复杂的结构化产品的危险、金融机构内部杠杆率的急剧上升，以及房地产市场稳定性假设等方面的明确担忧。沃伦·巴菲特早在2002年就对“可能造成大规模杀伤的金融工具”表示担忧。迪克·富尔德早前曾对美国房地产市场状况和可能产生泡沫的低利率问题表示关注（他后来忽略了该问题）（Tibman，2009，第85页）。2005年，抵押贷款支持证券的先驱卢·拉涅利（Lew Ranieri）认为市场已经进入了一个“疯狂的阶段”。他对抵押债务凭证的风险提出警告，认为“太多投资者并不懂得其中的风险”（W.Cohan，2009，第318页）。2005年，大型资金管理公司太平洋投资管理公司（PIMCO）开始担心抵押贷款支持证券的风险并“严格限制”此类业务的开展。该公司常务董事保罗·麦卡利（Paul McCulley）告诉金融危机调查委员会，他和同事们从2005年开始担心“严重的泡沫征兆”。他们派遣信用分析员前往20个城市进行传统的实地调研，与房地产及抵押贷款经纪人、当地住房和房地产抵押贷款市场投资者进行会谈。这些分析员见证了实情，按麦卡利的说法，“房地产信贷标准完全降低了……当那些分析师回来报告调研结果后，我们根据调研结果相应调整了我们的风险敞口”（FCIC，2011，第4页）。同一年，美联储前主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）警告称，“目前确实存在令人不安的趋势：巨大的不稳定性、经济失衡、风险状况，都比过去更危险、更棘手”（W.Cohan，2009，第293页）。2007年初，《金融时报》记者吉莉

安·邰蒂（Gillian Tett）发表了一篇文章，表达了一些市场参与者的担忧，其中一位资深分析师表示：“我从未见过目前这样的情况。市场参与者们都忘记了风险……我不知道以下哪种情形更糟，大多数市场参与者普遍认为‘这次不一样’，而一些更有经验的人士则私底下承认市场已存在泡沫。”（转引自W.Cohan，2011，第513页）。迈克尔·刘易斯（Michael Lewis，2010）的作品《大空头》（The Big Short）中的英雄之一，史蒂夫·艾斯曼（Steve Eisman），以及对冲基金经理约翰·保尔森（John Paulson）、金融分析师梅雷迪思·惠特尼（Meredith Whitney）都预测到了这场危机（Banks，2011，第135—139页）。许多经济学家，包括温·戈德利（Wynne Godley）、斯蒂芬·基恩（Stephen Keen）、鲁里埃尔·鲁比尼（Nouriel Roubini）和罗伯特·希勒（Robert Shiller），不仅预测到美国房地产市场的衰退，还预测到这一衰退将造成经济严重萎缩并导致一场金融危机（Bezemer，2009）。即使在普遍卖力唱多的评级机构内部，也有类似担忧。标准普尔的一位资深分析师在2006年末的一封内部电邮中写道，抵押债务凭证市场是一幢即将倒塌的“纸牌屋”（W.Cohan，2011，第486页）。也就是说，一部分行为人已经注意到金融体系中累积的风险。此外，本书在第七章会提到，美国和英国的一些主流银行家也对此有忧虑，并采取了相应的行动。

大多数银行家和投资者对上述市场担忧并不重视，并不断深陷其中，房地产抵押贷款巨擘美国国家金融服务公司（Countrywide Financial）首席执行官安吉洛·莫兹罗（Angelo Mozilo）称这种情况为“淘金热”（FCIC，2011，第5页）。正如一位银行家所言，“情况有变得疯狂的趋势，一些业务是为了创新而创新”（McGee，2010，第87页）。又如雷曼兄弟高管埃林·卡兰（Erin Callan）2006年初所说，“我们暂时处在一种发行人和投资者都非常满意的完美均衡状态”（Beales，2006，第26页）。大型银行经常持有大量待打包成抵押债务凭证的证券，银行资产负债表上或相关的影子银行也大量持有抵押债务凭证的超高层级部分。如一位美林的分析师所指出的，银行在逐渐“吸收他们的客户欲寻求摆脱的风险”（Thornton，Henry and Carter，2006）。

这些高层级的资产被认为是安全的，如果发生问题，只有低层级的部分会受到影响。在经济繁荣时期，银行家和投资者简单地认为次级住房抵押贷款会按期归还，房价也不会下跌（FCIC，2011，第134页）。即使遇到问题，贷款人也可通过清算资产来处置抵押物。与贷款项下的资产相比，交易项下的证券化资产被认为流动性更好，在需要时可随时出售（Barwell，2013，第22页）。然而当资产证券化市场崩溃时，这一想法被证明是错误的。在最恐慌之时，没有人会购买抵押贷款支持证券，其价值和流动性都不复存在。

花旗集团首席风险官大卫·布什内尔（David Bushnell，2010）赞同金融危机调查委员会的描述："管理层认为超高层级抵押债务凭证的内在风险极低。"花旗投资银行部联席主管汤姆·马赫拉斯（Tom Maheras）向首席执行官查克·普林斯保证："我们绝不会在这些超高层级资产上损失一分钱。"（FCIC，2011，第264页）普林斯（2010a，第264页）后来向金融危机调查委员会作证时说，"所有人都相信……结构化设计能使超高层级资产不受危机影响"。即使在2006年末和2007年初市场开始出现拐点信号时，大多数银行家仍相信房地产市场出现拐点的担忧被夸大，房地产市场仍具备很好的投资机会。事实上，尽管市场不断出现衰退信号，2006年住房抵押贷款支持的抵押债务凭证销售量仍达到创纪录的4700亿美元。自2006年末，美国银行业发行并销售的抵押贷款支持证券超过1.3万亿美元，住房抵押贷款支持的抵押债务凭证超过3500亿美元（FCIC，2011，第18页）。直到2007年4月，"花旗集团的抵押债务凭证交易部门还在增加住房抵押贷款支持证券的买入量，因为其将萧条的市场视作买入的机会"（FCIC，2011，第261页）。大卫·布什内尔曾向查克·普林斯保证说，"房价出现30%的全国性下跌才会影响到我们，自经济大萧条以来从未出现过这样的情况"（FCIC，2011，第262页）。之后，花旗集团的汤姆·马赫拉斯也佐证了这一观点，"任何人都不会想到房价会在一两年内出现30%的全国性下跌"（Tom Maheras，2010，第212页）。与此相似的，摩根士丹利的麦晋桁向金融危机调查委员会说明，他从2007年第二季度开始发现房地产市场出现了问题，不

过“最后得出的对房地产抵押贷款市场的预计仍显不足，并不像最终市场演变的那么糟糕，所以这显然是个误判，不过出错的也不仅我们一家”（John Mack，2010）。从根本上说，新型证券化业务并不会成为一个问题是市场上的基本观点。就像查克·普林斯（2010a，第190—191页）向金融危机调查委员会说明时所言：

> 我要分析的背景是：我们公司资产负债表上的资产总计有2万亿美元……而一笔相对非常非常小的资产对公司造成了巨大的不利影响，并最终导致公司倒闭……我早些时候说过，就算早知道当时那些信息，我也不能确定会有多大不同。如果2007年6月或者7月，甚至一年之前2006年的年底，大卫·布什内尔来找我，要让我理解我们在这一特定领域的业务正在不断增长，我们持有超高层级资产，并向我说明这意味着什么，这些资产质量如何，评级机构如何评价这些资产，他本人作为一名专业风控人士又是如何评价的，我想他也会提到格林斯潘“超高层级资产与美国国债一样安全”的报道，以及伯南克说他未发现大型房地产市场危机到来的报道。就在那个时期，我们的首席经济学家卢·亚历山大（Lou Alexander）说他不认为市场会发生严重衰退。
>
> 如果我在2007年春到汤姆·马赫拉斯的办公室去……告诉他我对这些超高层级资产非常担心……并希望他把这些AAA评级的证券化资产都卖掉。他会问我为什么，我回答说我很担心从长远来看，会发生一场自大萧条以来最严重的房地产危机。告诉他我认为尽管那么多聪明人已经进行了结构化设计，危机仍会影响到超高层级资产。我这么做听起来像个疯子。当时没人想到整个行业最后会变成那样。

雷曼兄弟的迪克·富尔德也同样持乐观态度。直到2007年12月，他还认为，“我们在全球的经营和品牌声誉从未如此强大，本年度的数据表明我们的业务持续多元化增长。与以往一样，我们的员工继续致力于风险管控”（Tibman，2009，第106页）。曾供职于雷曼兄弟的债券交易

员劳伦斯·麦克唐纳（Lawrence McDonald，2009，第110页）写到，“抵押债务凭证似乎较为安全，被广泛推荐，在最热门的市场中获得很高评级，其违约率之低几乎令人难以置信。像花岗岩般支撑这些证券化资产的当然是房产……自大萧条以来，美国房地产市场未出现过一年内跌幅超过5%的情况”。另一方面，另一位雷曼兄弟的内部人士写道，他“对如此多的人认为那些证券化资产的风险接近于零表示震惊”（Tibman，2009，第50页）。当2007年市场开始转向时，美林的首席财务官杰弗里·爱德华兹（Jeffrey Edwards）在试图安抚投资者时说，“次级房地产抵押贷款相关业务的收入占我们净收入的比例不足1%”，本行“比过去任何时候都强大的风险管理能力将是其能够在动荡市场中前行的关键保障”。当然，爱德华兹并未提及该行持有的抵押债务凭证超高层级部分大幅增长，也未提及出售这些资产可能遇到的困难，甚至可能造成的损失。他也未提及美林持有的抵押债务凭证总量已超过300亿美元（FCIC，2011，第258页）。正如道·金2007年所说的，“公司里的所有人和行业中的大多数人都认为超高层级资产是安全的”（FCIC，2011，第258页）。

当2007年市场情况开始恶化时，贝尔斯登的高管们看到的却是机会。长期以来市场一直认为贝尔斯登拥有在低迷的市场中捕捉商机的传统。就像贝尔斯登核心高管之一沃伦·斯佩克特（Warren Spector）所说，“我们无惧熊市……我们正是在市场周期中赢得了市场份额”（Cohan，2009，第314页）。该行另一位高管则辩称“市场反应过度了”，那些认为房地产抵押贷款市场出现问题并不断恶化的预测不可尽信（Cohan，2009，第317页）。当时华尔街也普遍认为市场反应过度（Cohan，2011，第501页）。因此贝尔斯登无视市场情况恶化的信号，继续扩张其房地产抵押贷款相关业务，美林和花旗同样如此（FCIC，2011，第281页）。2007年初，贝尔斯登甚至通过收购安可信贷（Encore Credit）以扩张其房地产抵押贷款发放业务，从而实现了业务规模翻番。贝尔斯登在2006年年报中自豪地宣称其“连续三年占据美国住房抵押贷款支持证券承销业务榜首”。年报还强调“在风险评估和管理

方面的全情投入，让我们能够保守细致地扩张业务规模”（W.Cohan，2009，第321页）。

内部治理

一旦首席执行官和高级经理们认为他们的所作所为是安全的，他们所处的地位让他们能够将自身的观点强加给下属。美国投资银行和商业银行公司治理的共同特点就是首席执行官拥有绝对的权威。他们在高层员工的任免、制定和执行公司战略等方面拥有很大的权力，甚至在必要时可以让风险管理人员靠边站。在许多方面，银行变得像监狱或是军队一样，没有人情味，就像欧文·戈夫曼（Erving Goffman，1961）著名分析中的有严格纪律约束的“全控机构”（total institutions）。银行高管和交易员通常每周工作70至80个小时，周末和公众节假日也要工作，还要参加公司的社会活动。当然还要忠于公司。卡尼（Carney，2011）是这样描述一群被召集在周五傍晚开会的高盛新员工的：他们在到达会场并等了五个小时后，仍未接到进一步的指示，一些人开始昏昏欲睡，但那些睡着的随后都被炒了鱿鱼。另一方面，雷曼兄弟的首席执行官迪克·富尔德夫妇与纽约现代艺术博物馆一直有着密切关系。因此，雷曼的高级经理去参加博物馆活动并捐助该博物馆已成为该行层级制度的一部分（Ward，2010，第128页）。

雷曼兄弟的首席执行官迪克·富尔德和总裁乔·格雷戈里（Joe Gregory）完全掌控着公司。尽管该行于2000年任命玛德琳·安东尼奇德（Madelyn Antoncic）为公司首席风险官，但她和整个风险管理团队在公司内部日益被边缘化。据一位前雷曼兄弟内部人士介绍，在追求更好的管理和有效规避风险的过程中，“安东尼奇德最终遇到了乔·格雷戈里这一障碍，正是这位总裁让许多人放弃了自身原则”（Tibman，2009，97）。安东尼奇德在2007年的一次行业会议上曾说，雷曼兄弟不愿意做抵押贷款支持证券的风险对冲，因为这会降低利润。最终，在安东尼奇

德提出对该行战略的担忧后，她被降职了（McDonald，2009，第268—269页）。富尔德和乔·格雷戈里都不能容忍不同的观点。在一次会议上，富尔德被安东尼奇德弄得越来越生气，最终勒令她“闭嘴”（McDonald，2009，第268页）。一位内部人士表示，“首席执行官一般被认为拥有绝对权威……没人想告诉迪克坏消息，怕他会迁怒直言者”（Tibman，2009，第94页）。两份关于雷曼兄弟倒闭的内部记录中详细描述了该行内部如何压制不同意见和争论（Mc-Donald，2009；Tibman，2009）。最典型的例子是，该行全球固定收益部的负责人迈克·戈尔班德（Mike Gelband）及其他一些高级管理人员曾对雷曼兄弟的战略规划，特别是对其房地产相关的高杠杆敞口持郑重的保留意见。在危机之前，戈尔班德及其他一些高级管理人员在许多场合与富尔德及格雷戈里意见不一，前者的观点是房地产市场即将崩溃，雷曼兄弟应当降低风险敞口（McDonald，2009，第234—235页）。劳伦斯·麦克唐纳（2009，第2页）叙述道：

> 迪克·富尔德和总裁乔·格雷戈里并未听取建议。三个华尔街中最聪明的人——全球固定收益部负责人迈克·戈尔班德、全球不良资产交易研究和销售部负责人亚历克斯·柯克（Alex Kirk）和折价债券交易部主管拉里·麦卡锡（Larry McCarthy）曾三次向首席执行官和总裁建言市场无可挽回。早在2005年，这三人都曾提出，房地产市场是在靠借来的时间过活，该行正直面有史以来最大的次贷“冰山”。

富尔德和格雷戈里对此无动于衷，“他们俩排除了一切不同意见”（Tibman，209，第52页）。有一次富尔德对戈尔班德说，“你太保守了，不愿意承担风险”。这是对一个交易员的严重侮辱（Tibman，2009，第86页）。2007年5月，戈尔班德辞职。取代他的是罗杰·纳吉俄夫（Roger Nagioff），他对固定收益业务几乎毫无经验（Ward，2010，第168页）。一位高级经理表示，雷曼兄弟“在关键时刻，很多重要岗位

上的人都缺乏丰富经验”（Fishman，2008）。

花旗集团的风险管理也有不足。作为银行监管部门，美国货币监理署（OCC）早在2005年就曾批评花旗集团的风险管理状况，并警告该行“对收入和利润增长的追逐已优先于风险管理和内部控制”，不过该警告并未收到成效（FCIC，2011，第199页）。据传，花旗高级风险分析师杰德夫·艾耶（Jaidev Iyer）的上司禁止他参加风险会议，害怕他对风险的直言不讳可能不利于风险部门在公司内的地位。麦吉（McGee，2010，第233页）指出，这不是一个孤立事件：“在华尔街，许多风险经理或业务部门主管由于发现了自己公司面临的风险并试图踩下刹车，却因此遭解雇、边缘化或被剥夺权力。”美国国际集团的一位内部审计师约瑟夫·圣丹尼斯（Joseph St.Dennis）对公司的信贷违约掉期定价模式表示担心，公司首席执行官约瑟夫·卡萨诺（Joseph Cassano）回应说：“我特意将你排除在对超高层级资产的估值团队之外，就是因为我担心你会妨碍估值流程。”圣丹尼斯在随后的一个月就辞职了（Lowenstein，2010，第113页）。大卫·鲍恩（David Bowen）在花旗集团负责审查集团发放或买入的贷款质量，他在2006年中期开始担心贷款质量，因为他发现花旗集团正在购入的贷款中40%—60%都存在瑕疵。鲍恩表示公司的高级管理层大都忽略了他提出的明确警告，“所以我们和其他同事们一起走向了悬崖”。后来，鲍恩奖金削减，绩效考核降等，由管理220个员工减少到只管理2个人（FCIC，2011，第19页）。花旗集团的董事会也被蒙在鼓里。花旗首席风险官大卫·布什内尔（2010，第40页、第201页）回忆称，第一次超高层级资产数据在风险分析压力测试中爆表，而提交给董事会时已是2007年10月。花旗抵押债务凭证交易部门的风险官默里·巴恩斯（Murray Barnes）后来承认对交易台所面临风险的判断过于“自负”。花旗集团的每日风险价值限额从2001年的6300万美元提高到2005年的1.05亿美元，这也是该行风险承担不断加码的一部分（McGee，2010，第233页）。2007年上半年，风险管理部门还提升了抵押债务凭证交易台在表内持有超高层级部分的限额（2011，第261页）。2007年7月，花旗集团的首席财务官加里·克里藤

登（Gary Crittenden）告诉投资者，公司对次级债的敞口已从2006年末的240亿美元减少到2007年6月的130亿美元。他再次向投资者保证公司风险管理的有效性，但他并未提及对超高层级资产的敞口，也未提及自2003年以来向投资者卖出的流动性看跌期权，即向购买人承诺当市场崩溃时以原价回购（FCIC，2011，第263页）。花旗风险管理部门的另一位员工向金融危机调查委员会承认，她“被结构化设计迷惑了，未了解潜在的实质抵押物”（FCIC，2011，第262页）。监管机构后来写道，“未认识到超高层级AAA评级抵押债务凭证敞口的风险可能是花旗集团最大的失误……管理层并未对这些超高层级资产的信用风险感到不妥”（FCIC，2011，第261页）。金融危机调查委员会（FCIC，2011，第303页）对此得出结论认为，花旗集团的监管机构货币监理署“未能采取强力措施强制要求其整改，其在2006年还相信管理层的承诺，即高管保证将努力改进风险管理以达到货币监理署的要求”。

贝尔斯登及其首席执行官杰米·凯恩（Jimmy Cayne）的情况也相类似。威廉·科汉（2009，第215页）写道，“公司内部流传着一些传闻，凯恩会公开恶言斥责下属”。一位高管指出，“被接受进入小圈子的人非常少，这些人的思维方式非常相似”（Cohan，2009，第222页）。美林的斯坦利·奥尼尔也十分专横。“在2002年就任首席执行官后，他系统性地清除了所有有资历挑战他的高管”（Farrell，2010，第69页）。有一次，奥尼尔在某投资项目上受到一位高级法务员工的质疑，奥尼尔命令保安将其赶出了大楼（Sorkin，2009，第144页）。奥尼尔还坚持要求高管遇到重大事项直接向他汇报，不得互相沟通。他在决策时很少征求意见（McLean and Nocera，2010，第161页）。《华尔街日报》一份关于奥尼尔的概要总结道，“一些前同事认为奥尼尔的才能和一往无前的作风有着悲剧性的缺陷：他不充分参与讨论，过于坚持自己的观点，那些意志坚定的下属本来可以帮助他避开次级债问题，但他没有发挥他们的作用，最终倒在次贷问题上”（Smith，2007）。

我们认为，专横的首席执行官意味着经常忽略好的建议，尤其是危

机前敦促谨慎行事的建议。正如金融危机调查委员会（2011，第18页）的结论，“在太多的金融机构，管理层漠视了不断增长的风险”。风险管理经理的工作经常因为对利润有影响而不受待见。因此，风险管理职能部门往往面临资源不足、人员不足、授权不足的困境。华盛顿互惠银行的首席风险官向所有下属发出了一份备忘录，建议该行的风险管理职能部门适应“文化变革”，未来风险部门将行使“客户服务”职能，以免对信贷员造成“负担”（Lowenstein，2010，第33页）。以74家美国最大的银行控股公司作为样本，埃吕尔和耶拉米利（Ellul and Yerramilli，2010）的报告称，仅有超过半数的公司将首席风险官排在执行官序列，而将其排在前五位执行官中的只有20%。在某些情况下，交易员在某项新产品创新需要风险管理部门批准时，在许多准备工作已就位后，最后时刻才提交报批，借此来向风险管理人员施加压力（McGee，2010，第219页）。资深监管者组织（Senior Supervisors Group，2009）发现，在许多金融机构，风险管理职能割裂，高级管理层未能定期明确可接受的风险水平，薪酬方案的制定与实施同风险的相关度很小，反而着重于员工招聘和奖金方面，而且董事会经常无法接触到公司的关键事务。关于贝尔斯登，金融危机调查委员会（2011，第283页）通报了美国证券交易委员会在危机后的一次评估结果，发现“贝尔斯登的住房抵押贷款风险管理存在许多问题，包括住房抵押贷款支持证券的风险管理人员缺乏经验”以及“长期人手不足；风险管理人员和交易员之间的距离反映出独立性缺失；危机时期的关键人员流失率；没有能力或意愿去更新模型以应对变化的市场情况”。2008年初，贝尔斯登的资产负债表上仍有近370亿美元与住房抵押贷款相关的证券，一份关于该行的咨询报告指出，该行的风险评估“频率低且无计划性”、“受碍于资源缺乏和未有效整合”、“缺乏权威性”、“人手不足”，且被视为一项“低优先级”工作（FCIC，2011，第284页）。

另一个问题是内部的制度冲突和权力斗争，承担风险的交易员晋升至公司的最高领导阶层，而风险管理人员和分析师经常被边缘化。邰蒂（2009，第135页）在讨论美林时表示：“与华尔街大多数银行一样，部

门之间恶意争夺资源和权力，通常最赚钱的部门影响力最大。随着抵押债务凭证团队创造了越来越多的利润，其他部门甚至是风控部门也越来越难对其形成制约。”与此类似的，威廉姆斯（2010，第50页）也曾写道：

> 公司面临一种内部矛盾，即负责承担风险、开展业务的经理和交易员，与负责防止产生过度损失的风险管理人员两者之间的矛盾。当交易员根据其创造的利润获得相应比例的奖金时，风险管理人员并不能因为其防止公司遭受损失而以同样的比例获取奖金。对交易员来说该分配方式是不对称的，奖金单方面向上提升鼓励其承担更多风险。而对风险控制人员来说分配方式是单方面向下的，其需要防止风险的产生以免丢了工作。很多情况下中后台部门被视作成本中心，只会阻碍公司创造更多利润。

首席执行官们也促成了鼓励承担风险行为的奖金分配方案。前财政部长盖特纳认为，“金融危机的产生有许多重要因素……高管薪酬方案是其中之一……对短期收益的激励压倒各类制衡措施，而后者的初衷是为了减少过度杠杆的风险”（Geithner，2009）。1995年至2005年之间，美国商业银行高管的奖金剔除通货膨胀因素后从39万美元升至110万美元（Mehran，Morrison and Shapiro，2011，第38页）。美林的斯坦利·奥尼尔2006年的总薪酬达9100万美元。2007年高盛首席执行官劳埃德·布兰克费恩总薪酬近6900万美元。2006年高盛的总奖金池达160亿美元（Crotty，2009，第565页）。正如一位内部人士所言，“雷曼兄弟的员工持股占比近1/3，股价表现就是我们的宗教信仰”（Tibman，2009，第80页）。另一位雷曼兄弟的前内部人士称，“奖金池对所有人来说都是至关重要的，因为我们收入的绝大部分来源于此”（L.McDonald，2009，第164页）。由于银行内的交易通常由个人或者小规模的交易员团队操作，银行高管能够评估其交易表现，在竞争愈加激烈的市场情况下，给予为银行创造最多利润的交易员大量的奖金。以大额的入职奖金

从其他银行挖员也非常普遍。虽然将员工薪酬与业绩挂钩的机理相对没有争议，但薪酬方案的机能在实际操作中却深度失调。奖金通常是按年末盯市的利润为基础计算，令人难以置信的是有时竟按完成的交易量来计算（Clementi，et al，2009）。这给交易员一种强大的激励，促使其进行短期交易——俗称的“我会离开，你也会离开的交易”（I'll be gone，you'll be gone trades）。由于资产的即时市场价格和其在银行资产负债表上的价值有差别，决定持有AAA级证券化资产的交易员会出于奖金的目的，将上述差异“记”为利润。正因为AAA级资产被交易员认为是无风险的，因此通常两者之间的价值差距相对较小。这就是为什么银行家为维持巨额利润和奖金，必须持有数百亿美元此类资产，从而使银行面临巨大的更长期的尾部风险（FSF，2008，第9页；BIS，2009，第8—9页）。

在银行内部，董事会未能对首席执行官进行有效制衡。理想状况下，有效公司治理的一个关键因素就是董事会能够对管理层进行监测、质疑和惩戒。然而事实上在所有出现问题的银行，董事会反而深受高管层的影响。在许多情况下，首席执行官还兼任董事会主席。摩根大通的杰米·戴蒙、高盛的劳埃德·布兰克费恩、摩根士丹利的麦晋桁以及贝尔斯登的杰米·凯恩都是如此。劳伦斯·麦克唐纳（2009，第226页）这样写道，理查德·富尔德“将雷曼兄弟的董事会变成一种基本上无关紧要的下议院……一个为他本人的决定敲橡皮图章的团体”。董事会10名成员中9名是退休人员，其中仅有两名有直接的金融行业工作经验，且他们从业的时代与今天的时代完全不同（Williams，2010，第188—192页）。董事会的权力有限，权限也有限。例如，董事会经常未能明确定义其风险管理职能。德勤2009年的一项调查发现，其调查的30家银行中只有7家董事会的风险职能是明确的（Economist，2010a）。信息不对称也是一个问题。许多公司的董事会完全不了解公司风险敞口的细节，许多董事对复杂的结构化金融业务所知甚少。问题关键在于对交易细节的跟踪。正如高盛总裁加里·科恩（Gary Cohn）解释道，“除非银行董事们每天坐在高管办公室研究公司资产负债表构成，否则他们很难设定真实的杠杆

率目标并理解为何如此设定”（Deogun，2009）。据花旗集团罗伯特·鲁宾的说法，对防范风险负有首要责任的是公司的风控高管，不是董事会。“董事会无法具体执行公司的风险管理工作……董事会作为一个整体不会具备运营方面的细节知识”（Blodget，2008）。美林的董事会直到2007年9月才收到关于公司对抵押债务凭证的巨量敞口的报告，当时董事会显然对此“震惊”了。为深入了解情况，一些董事要求提供关于抵押债务凭证的专题辅导报告（McLean and Nocera，2010，第317页）。在危机时期召开的一次股东大会上，美林的创始首席执行官之一温·史密斯（Win Smith）陈述道：“此时此刻，我对那些放任首席执行官（斯坦利·奥尼尔）大肆破坏这家伟大公司的现任及曾任董事们感到羞愧。”（Farrell，2010，第403页）而当2006年末2007年初银行利润刚出现下降时，各行董事会确实开始行使更大职权，要求突然蒙污的首席执行官们辞职。然而，没有证据表明董事会在危机前银行不断刷新利润纪录的那几年中行使过主动管理监督的职责。董事会很少召开，缺乏关键信息，成员通常缺乏银行业或金融经验。他们未能有效质疑，更不用说改变银行战略（Mehran，Morrison and Shapiro，2011，第18页）。

首席执行官的专权，并不意味着他们能有效控制公司的方方面面。银行治理的一个关键问题是许多首席执行官和高管们对快速扩张、极其复杂的结构化金融业务并没有太多经验。例如，许多首席执行官通常都没有意识到他们的银行从一种“发起并分销”的政策转为“发起并持有”的政策。迪克·富尔德坚称雷曼兄弟的“业务是流动的，并未积留”（Farlow，2013，第66页）。不过这显然与事实不符。花旗集团拟任首席执行官维克拉姆·潘迪特（Vikram Pandit）曾经担任子公司花旗另类投资（Citi Alternative Investments）的首席执行官，却不了解花旗拥有可以覆盖抵押债务凭证违约损失的保险，以及该保险并不能覆盖其市场价值下跌的情况（Lowenstein，2010，第121页）。华尔街资深人士亨利·考夫曼（Henry Kaufman，2012）写道：“高管们必须从晦涩难解的公式中找出路径，对冗长操作流程中的行为进行监督审查，以正确评估和管理风险。由于他们往往缺乏时间和手段勤勉地进行监测，所以必须

依赖于他人结果的准确性。”这一见解相当重要，因为尽管首席执行官和其他高管们拥有支配性的权力，但在更细节的层面，他们也无法轻易掌控公司的一切。这说明随着机构复杂程度的增加，细节的操作性“权力掌握在中层管理者手中”（Kaufman，2012）。事实上，正如金融危机调查委员会（2011，第260页）报告中提到，花旗集团首席执行官查克·普林斯及董事会执行委员会罗伯特·鲁宾都不知道2007年末公司的次级敞口已达550亿美元，远超此前向投资者披露的数字。此外，普林斯和鲁宾也不知道投资银行部门在表内持有了大量的抵押债务凭证，共计高达近200亿美元。他们也不知道该行出售了大量流动性看跌期权覆盖的抵押债务凭证，总量超过250亿美元。该行的财务控制团队2006年曾对流动性看跌期权提出警告，但无济于事（FCIC，2011，第260页）。最终该行被迫回购所有该流动性看跌期权项下的证券。另一个例子是该行资产证券化部门自2006年起开始担心房地产抵押贷款的质量恶化，但其并未向行内包括抵押债务凭证交易部门在内的其他部门提出警告，这再一次说明该行内部结构的碎片化以及“跨业务部门之间缺乏交流”的事实（FCIC，2011，第261页）。

事实上，孤岛效应和业务部门间缺乏沟通是许多金融机构的通病。郃蒂（2009，第241页）写道，“2007年，花旗就像一个由许多业务孤岛组成的庞大帝国，变得如此碎片化，内部关系也不和，很少互动。这就造成抵押债务凭证部门以外的银行员工基本不了解资产证券化业务的运行细节。”罗伯特·鲁宾告诉金融危机调查委员会，“我不认为会有人仅专注于抵押债务凭证。抵押债务凭证不过是庞大企业中的一项业务，直到出现问题时，该业务仍没有任何专项业务发展情况报告”（FCIC，2011，第262页）。正如花旗集团投资银行部联席主管汤姆·马赫拉斯（Tom Maheras，2010）所言，“我不认为如此小的一类业务需要我亲自插手，就我们开展的业务数量来说这是不可能完成的任务……这一业务领域未被列为有重大风险，所以并未得到我们的充分关注或重视”。马赫拉斯称其花费了“仅仅1%的时间来考虑处理抵押债务凭证问题”（FCIC，2011，第262页）。同样，查克·普林斯（2010a，第105

页）向金融危机调查委员会做出了类似的解释：

> 我不确定在那个时点我是否具体了解我们抵押债务凭证业务的运作机制。这是公司某一部门底下的某一分支开展的一项非常小的业务。我的意思是，我们的业务版图很大。除非我碰巧曾在固定收益部工作过，否则我没有理由会熟悉那么细节的产品运作。

贝尔斯登也存在着部门孤立及缺乏有效沟通的问题。在该行执行委员会的五名成员中，固定收益部负责人沃伦·斯佩克特是唯一一位了解公司对此类金融工具日益增长的依赖度的委员。“斯佩克特是固定收益部的战略规划师，使其部门不断壮大……凯恩曾担任证券经纪人，对这些奇异金融工具仅有一个大致了解。”因此，该行执行委员会“过度依赖于斯佩克特的专业知识，而后者自身则变得冷漠专权”（Cohan，2009，第291页）。此外，当“信贷市场牛市已经达到一个史无前例的水平时”（Cohan，2009，第291页），斯佩克特和凯恩之间的一系列个人争端让斯佩克特越来越无法融入其中。首席风险官鲍勃·斯坦伯格（Bob Steinberg）的情况也是如此，他“无法从斯佩克特处获取目前业务的整体情况”（Cohan，2009，第291页）。后来在斯佩克特被解雇后，凯恩试图深入了解业务，不过据一位高级经理所说，“显然，当沃伦走后，杰米完全不知道固定收益部应该靠什么生存”（Cohan，2009，第421页）。2007年7月，该行两只主要对冲基金崩盘，在之后不久举行的一次投资者电话会议上，凯恩被问及一个与抵押债务凭证业务相关的简单问题。据另一高管保罗·弗里德曼说，“会议室里的所有领导都看向杰米，但他的头脑……一片空白，就像一只聚光灯下的鹿。山姆·莫利纳罗（Sam Molinaro）跳出来替他解围，说他离开了会议室。我们自负的首席执行官居然回答不出这样一个小小的问题”（Cohan，2009，第380—381页）。不久之后在7月17日，该行宣布其一只主要的对冲基金净值下跌了90%。第二天，凯恩和斯佩克特并没有试图带领银行走出危机，而是到那什维尔参加一场为期10天的全国桥牌锦标赛。2008年1月凯恩

辞去首席执行官职务，但保留了董事会非执行主席的职位。他后来告诉金融危机调查委员会（2011，第285页），“我对所发生的一切承担责任”。

在雷曼兄弟，高级管理层也经常不了解最新情况。富尔德经常离开办公室，将银行的日常运营交给乔·格雷戈里。但这两人都未意识到抵押贷款支持证券市场的复杂之处，也未积极参与投资银行业务的管理（Tibman，2009，第52页）。一位高管曾尖锐地向富尔德谏言，称格雷戈里“并未专注于银行管理……他无法替你把控好风险”（Sorkin，2009，第118页）。不过富尔德却变得越来越孤立，他“在御林军的严密护卫下工作……随着时间的流逝，富尔德将他的圈子越缩越小，将越来越多底下楼层的关键员工排除在外，而公司的日常运作正是在底下楼层完成的”（McDonald，2009，第90—91页）。有一次，迈克·戈尔班德试图向富尔德解释抵押债务凭证及结构化投资载体的风险性，不过“富尔德就是理解不了”（McDonald，2009，第235页）。作为公司固定收益部负责人，迈克·戈尔班德透露，“富尔德和格雷戈里都不懂资产证券化和体系内杠杆的危险。他们理解不了……当我请求他们听取相关说明时……他们目光呆滞”（McDonald，2009，第235页）。富尔德和格雷戈里都依靠直觉操作，狂热追求业务增长。格雷戈里曾表示他十分赞同“相信你的直觉，即使分析结果与之完全不同”（Fishman，2008），这与“有限理性”的经典论述以及金融行为理论的原则相吻合。金融危机调查委员会（2011，第177页）指出，“高级管理人员经常无视公司的风险政策和限额”。尽管随着市场出现下滑，雷曼兄弟出售了部分次级资产，但雷曼兄弟同时又在商业地产方面进行了一些新的投资，比如在2007年末以54亿美元入股阿克斯顿—史密斯公司，一家上市的房地产信托公司（FCIC，2011，第176页）。

美林也存在类似的职能缺位问题。其首席经济学家大卫·罗森伯格（David Rosenberg）于2006年初对房地产抵押贷款市场不断恶化提出警告，但未受到重视（McDonald，2009，第157页）。尽管抵押债务凭证

的保险费用由于感知到的风险而不断攀升，但美林仍在表内不断增加抵押债务凭证资产。一位高级经理杰弗里·科伦塞尔（Jeffrey Kronthal）试图限制抵押债务凭证的持有，但无果。科伦塞尔不久后辞职，替代他的是奥斯曼·塞莫西。塞莫西在2006下半年和2007年初大肆扩张抵押贷款支持证券交易业务。然而在塞莫西的小圈子之外，几乎没有人知道该行表内超高层级抵押债务凭证大幅增加。塞莫西在2007年初甚至向董事会保证，该行在次贷市场的敞口有限，仅相当于该行2%的收入。2007年7月，美林首席执行官奥尼尔发布了一份备忘录，“在过去的6个月，我们成功明确了美林在愈发艰难的抵押债务凭证市场上的定位，积极执行大幅降低风险敞口的市场战略，以有效降低我们的风险敞口……目前我们对此类资产的敞口非常适中”（Farrell，2010，第170页）。尽管美林降低了其对评级较低的抵押债务凭证的敞口，但奥尼尔并不知道该行对高层级部分的整体敞口情况。一周后的7月22日，在董事会财务委员会会议上，塞莫西最终透露2007年上半年美林总计在表内持有超过340亿美元的抵押债务凭证（Farrell，2010，第18页）。

> 在常规的风控措施下，美林的交易员持有通用电气同等流动性和可靠性的股票总计只能低于10亿美元。2005年，美林的私营股权部门想要投资4.75亿美元参与对赫兹（Hertz）公司的联合收购，其审批流程曾长达数月并且需要董事会批准。然而，美林的固定收益、大宗商品和货币（FICC）部门却莫名地将抵押债务凭证单一产品做到了华尔街有史以来的最大规模。（Farrell，2010，第22页）

奥尼尔本人应当更积极作为，不过他对超高层级的风险细节的了解也有限。风险部门甚至没有直接向董事会汇报过。奥尼尔和该行联席总裁阿赫玛斯·法卡哈尼（Ahmass Fakahany）最终开始恐慌，并要求对抵押债务凭证风险敞口进行全面调查。但由于塞莫西的不配合，这一工作花费了很长时间。法雷尔（2010，第23页）的报告中提到一个例子，塞莫西曾打电话给市场风险管理部门负责人约翰·布赖特（John Breit）告

诉他不要再调查固定收益部的账目，理由是这些东西“不关你的事”。

最后，通过进一步调查，该行弄清了全部敞口，不得不面对市场崩溃时对冲不足的困境。调查发现，在塞莫西任固定收益部负责人的几年中，发行了超过700亿美元的抵押债务凭证，卖出了其中的400亿美元，其余350亿美元保留在该行表内。2007年8月，该行才最终决定将其抵押债务凭证全部出售，不过那个时点除非以跳楼价出售，否则很少会有买家。奥尼尔本人“从来不是那种会在交易部门所在楼层出现的首席执行官。他对公司交易头寸的复杂细节不感兴趣，除非是与利润或损失直接相关的时候”（McLean and Nocera，2010，第234页）。法雷尔（2010，第36页）总结道，“美林违背了华尔街所有金融机构都应遵守的基本准则，那就是对任何一个业务部门，都不应给予其可能击垮整个公司的空间”。奥尼尔也因此变得愈加孤立。

> 当高盛的高管们取消假期以应对迅猛发展的次贷危机时，奥尼尔还经常去高尔夫球场，一个人一局接着一局打球。他很少或者说从不与公司的任何运营部门直接联系……他总是一个人，孤立于他自己的公司之外。他不知道关键风险管理人员已经被边缘化，也不知道他任命的重要岗位人员已无法发挥作用。（McLean and Nocera，2010，第314页）

2007年10月，一位进入奥尼尔办公室的高级经理发现房间里关着灯，奥尼尔跌坐在他的椅子上，喃喃自语着“该死的塞莫西……”（Farrell，2011，第73页）。10月24日，美林向市场发布公告，称其第三季度亏损近80亿美元，主要来自其持有的抵押债务凭证和次级房地产抵押贷款。6天后，奥尼尔从该行辞职，并获得共计1.61亿美元的离职金。

一个关键问题是，企业发展和金融创新极大地增加了银行业务的规模和复杂性，也增加了所交易的各类证券的复杂性和不透明度。“面对

这样的复杂性，银行管理人员自然难以有效管好其业务的各个方面”（Mehran，Morrison and Shapiro，2011，第20页）。正如高盛的劳埃德·布兰克费恩2009年在一次演讲中承认，银行业“新型金融工具的规模增长和复杂性超过了其经济和社会效用，也超过了银行业管理这些工具的能力”。一位前雷曼兄弟高层人士称，“在当今世界，华尔街没有一位首席执行官能够完全理解公司的所有业务及其复杂性”（Tibman，2009，第86页）。关于这一问题，部分原因纯粹是由于银行庞大的规模以及银行业务日趋多部门化的特点所致。在20世纪90年代及21世纪头10年，银行通过合并收购变得愈发庞大。例如，摩根大通从1999年6670亿美元的资产规模发展到2008年的2.2万亿美元，复合年化增长率达16%（FCIC，2011，第65页）。如此高的增速往往造就了复杂的大型实体，例如花旗集团就是一个由多部门组成的复杂巨无霸，其拥有近2500家子公司，业务遍布84个国家。

此外，金融市场本身也变得非常复杂。格林斯潘曾评论称，“抵押债务凭证采用的一些金融工具，其复杂性把我也搞糊涂了”（Sorkin，2009，第89页）。一位前雷曼兄弟高管指出，“本次金融灾难和之前历次金融危机的区别在于，今天的金融市场具有无比的复杂程度以及无比缠结的市场关系”（Tibman，2009，第110页）。格林斯潘（2009）评论道，“在市场的狂欢中，虽然从业者通过风险管理技术及风险产品设计来应对复杂性，但很明显复杂程度有些过头了，哪怕是最有经验的从业者也无法审慎应对”。一个关键问题是市场开发并交易的各类证券的创新性与复杂性。抵押债务凭证经常是由成千上万甚至数以亿计的房地产抵押贷款打包组成，可能需要6个月时间来构造完成其复杂的分层结构化设计。2006年，贝尔斯登曾构建了一个由2800笔次优级住房抵押贷款组成的抵押债务凭证，其包含了37个层级（Lowenstein，2010，第51页）。大多数的投资者和交易员，甚至是风险分析师都未曾或发现根本无法对组成这些结构化设计的基础资产，即住房抵押贷款的质量进行评估或详细分析。花旗集团的汤姆·马赫拉斯（Tom Maheras，2010）承认，花旗集团也存在类似问题。“我记得最后得出结论……我们在作为

结构化信贷单位抵押物的次级住房抵押贷款方面，没有足够有效的专业人员与专业知识来进行判断。”摩根士丹利的麦晋桁（2010）也同样承认，“我们的风控系统本应更为健全……显然，我们应当在风险管理方面做得更好……我认为可能是由于市场过于复杂了”。保密和缺乏透明度也同样影响着市场。泰德（2010，第126页）指出，“到2005年，复杂的信贷业务发展极其迅速，银行之间竞争激烈，所以对本行的抵押债务凭证和信贷违约掉期业务都互相保密。这使得外界很难对整个市场发展情况进行跟踪分析”。抵押债务凭证已经非常复杂，不过双层抵押债务凭证（CDO^2）与合成抵押债务凭证（synthetic CDO）甚至更为复杂。但最终他们的表现都基于基础证券的表现。合成抵押债务凭证可以不依赖于新增住房抵押贷款，这就让市场规模得以不断膨胀。多只合成抵押债务凭证还可同时挂钩同一批基础证券，这使得风险及不确定性急剧增加，也大大增加了最终崩溃时的影响规模。从2004年至2007年初，仅高盛一家就包装并出售了730亿美元的合成抵押债务凭证。另一个问题是信贷违约掉期市场的复杂性——那些场外互换和交易被认为是对住房抵押贷款支持资产的风险保障。金融危机调查委员会（2011，第XXIV页）指出，信贷违约掉期市场“推动了住房抵押贷款证券化”，使投资者认为其投资获得了风险保障，这进一步催生了房地产市场泡沫。问题是单一债券保险公司（monoline insurers）如美国国际集团，也会在危机中由于无法承受螺旋式增加的理赔而倒闭。当美林的斯坦利·奥尼尔最终得知该行灾难性的敞口时，他问高级风险经理约翰·布赖特：“我们买的所有保险呢？”布赖特回复他美国国际集团已经倒闭了，其他大型单一债券保险公司在很长一段时间内也将失去偿付能力，自然也无力偿付给美林（McLean and Nocera，2010，第316页）。

外部治理

首席执行官也许能置内部的反对和检查资源于不顾，不过外部机构

投资者、信用评级机构及监管部门至少从纸面上讲，不仅有责任也有必要的职权来制衡银行的行为。但他们未能这么做。

银行股东往往是机会主义者，是仅仅注重利润回报的短期股权持有者，由于经济繁荣时期所能获得的高额回报，股东几乎没有动机去降低银行所承担的风险。因此激励机制是不对称的。在经济下行时，投资者可能丧失其权益。不过在上行期，通过助推市场快速发展，投资者可能会获得巨大的潜在收益。此外，由于商业银行参与存款保险，银行遇到问题时政府承诺紧急救助，因此其下行风险有限。毕竟美国联邦监管机构曾在20世纪80年代末介入，拯救了储贷业（savings and loan industry），还在1984年拯救了美国第七大银行伊利诺伊大陆银行。在此后的国会听证会上，货币监理署证实了许多观察家此前的怀疑，美国政府不会让11家最大的“货币中心”银行倒闭。一个国会议员回应道，“现在出现了一种新型银行，被称为‘大而不倒’银行”（FCIC，2011，第37页）。根据纽约联邦储备银行的一份报告（Mehran，Morrison and Shapiro，2011，第18页），“所有这些效应都降低了投资者对银行风险承受的敏感性，因为投资者预期即使银行行将倒闭也能获得一定程度的国家支持。这导致了市场纪律的严重衰退”。正如赫希曼（Hirschman，1970）所提出的，由于投资者可以轻易以最小的代价“退出”，他们就没有动力去发出自己的“声音”。

穆迪、标准普尔及惠誉等信用评级机构提供的市场情报推动而不是抑制了市场发展。这些评级机构一直以来都在负责对企业和政府的信用价值进行评估。在危机前的10年间，这些评级机构发现对复杂的证券化资产进行评级这一新业务有利可图。这一工作非常重要，因为在许多国家，监管规则不允许某些类别的投资者，尤其是养老基金投资于AAA评级以外的资产（Bruner and Abdela，2005）。因此，信用评级机构在证券化业务和抵押债务凭证市场合法化及普及化的过程中发挥了重大作用（Richardson and White，2009）。2004年，穆迪及标普调整了评级方法，以使抵押债务凭证更易于获得高评级。在某种程度上，评级机构显

然是真正的信徒：他们确信AAA级证券基本不可能违约。然而，评级机构通过出具AAA评级也确实获得了巨额利润。

在《巴塞尔协议Ⅰ》流程下，自20世纪90年代末，评级机构承担了巨大的外包职责，在对银行内部风险及金融市场风险的评估中起到关键作用。高盛首席执行官劳埃德·布兰克费恩（2009）后来写道：

> 太多金融机构和投资者简单地将其风险管理外包出去，而不是自己进行分析，他们依赖评级机构来进行风险分析的核心工作。在对信用评级过度依赖的同时，出现了人人梦寐以求的AAA评级的泛滥。2008年1月，全球共12家公司获得AAA评级。但同时，有64000项诸如抵押债务凭证的结构化金融工具获得AAA评级。评级机构固然应对其信用判断失职负责，不过造成这种结果并不仅仅是他们的过错。所有参与这一过程的金融机构都对此负有相应的责任。

金融危机调查委员会（2011，第146页）总结道，“没有三大评级机构敲章认可，抵押债务凭证的生产线不可能得以运行”。如花旗集团的查克·普林斯（2010a，第118页）所说，“如果不是评级机构认可这些产品，给予其这样的评级，人们根本就不会买。金融工具越复杂，人们越依赖于评级”。对雷曼兄弟来说，“雷曼兄弟的销售员无须对那些投资级的债券进行额外推介，因为投资者无须鼓励也会买入AAA评级的抵押债务凭证。只要获得美国最著名评级机构的AAA评级，抵押债务凭证就会被认为和政府债券一样安全（L.McDonald，2009，第110页、第175页）。温·周（Wing Chau）是一位抵押债务凭证经理，管理着美林发行的大部分抵押债务凭证，他表示，“不幸的是，评级结果持续保持高度稳定性，这误导了一大批包括我在内的投资者，给我们一种安全的错觉”（FCIC，2011，第133页）。

造成这一问题的原因之一在于“评级机构从未看透这些证券背后的基础资产，即次级房地产抵押贷款”（FCIC，2011，第146页）。此外，

评级机构的分析师们倾向于采用他们惯用的评级方式，这些方法广泛用于评估低风险的房地产抵押贷款，但现在却被用于新型的基于次级房地产抵押贷款的结构化证券（Tibman，2009，第65页）。造成问题的另一个原因是这些新产品的创新性。“这些产品都是市场上最新出现的，没有任何关于这些产品过往表现的数据。”一位标准普尔的高级分析师解释道（Cohan，2011，第485页）。此外，评级机构也长期人手不足，分析师超负荷工作（FCIC，2011，第149页）。而评级机构通过此类评级业务获取的收入占比却在不断上升。事实上，危机发生前评级机构收入的80%来源于对复杂证券的评级（McGee，2010，第293页）。出具高评级意味着从客户处获得更多的类似业务（FSF，2008，第33页）。更危险的是，银行付费请评级机构提供咨询服务，帮其完美包装证券化资产，以获得AAA评级。银行经常威胁若不出具合适评级，将联合抵制评级机构。穆迪前副总裁理查德·麦克雷克（Richard Michalek）在被金融危机调查委员会问及该情况是否属实时回答，“噢上帝，你不是开玩笑吧，一直都是那样的……我是说这就是规矩”（FCIC，2011，第210页）。

如前文所述，在20世纪八九十年代，战后金融监管体系逐步瓦解、失效。尽管如此，监管机构仍然在履行确保美国金融体系健康发展的总体职责。2005年，美国证券交易委员会（2005，第6页）获得了9.13亿美元的资金，聘用了3800名员工，发起了947项调查、335起民事诉讼及294起行政诉讼，涉及共同基金、投资顾问欺诈、会计欺诈及自律组织失职等。然而进入21世纪头10年，金融监管越来越像门面工程。监管机构的负责人任命及机构预算都取决于政客，监管机构对市场和金融体系大体上持温和的观点。格林斯潘就是一位关键的唱多者。尽管房地产价格年涨幅超过10%，10倍于长期平均水平，但格林斯潘于2008年还向国会保证，“全国性的房价‘泡沫’似乎不可能出现”（FCIC，2011，第158页）。同年，时任总统经济顾问委员会员主席本·伯南克也赞同这一观点。他认为快速上涨的房价“很大程度上反映了强劲的经济基本面”（Tett，2009，第122页）。即使房价开始下跌，格林斯潘仍然认为

这“不会产生实质性的宏观经济影响”（FCIC，2011，第16页）。格林斯潘等人还认为金融创新使市场更具安全性和韧性。2004年，格林斯潘提出，“不仅个体金融机构更能应对风险冲击，整个金融体系也变得更富韧性”（Williams，2010，第186页）。2005年，格林斯潘再次表示，“银行在全国范围内开展业务，房地产抵押贷款证券化业务广泛开展，这都使金融中介机构在房价下跌时遭受损失的可能性不大”（FCIC，2011，第16页）。格林斯潘还认为，“越来越多的金融衍生品种类，越来越精细的风险测量及管理手段，是美国最大型金融机构获得更大韧性的关键因素”。本·伯南克（2006）在被任命为美联储主席不久后表示，“市场风险和信用风险管理变得更为精细”，“各类银行业机构过去20年间在测量和管理风险能力方面取得了长足进步”。即使是在2007年危机已初露端倪，伯南克仍向国会保证“次贷市场的问题会得到控制”（FCIC，2011，第17页）。直到2007年5月，伯南克还大胆宣称，“我们不认为次贷市场的问题会对整体经济或金融体系产生重大溢出效应”（Williams，2010，第128页）。财政部长蒂莫西·盖特纳也声称，“目前我们的金融体系风险并不集中在银行，因此发生系统性金融危机的可能性较传统以银行为中心的金融体系要低”（Crotty，2009，第572页）。

能够准确对风险进行定价的高流动性市场、风险分散战略，以及先进的风险分析和对冲工具，既助推市场形成高度乐观的情绪，也被视为是支撑新的市场韧性的关键创新。2003年美联储副主席曾提及金融机构内“真正令人印象深刻的风险度量方式的进步”（FCIC，2011，第53页）。尽管银行不断囤积抵押债务凭证，风险不断集聚，国际货币基金组织（2006，第25页）仍然表示，“银行将信用风险分散给更广泛和多样化的投资者，而不是保留在其资产负债表上，这将帮助银行业及整个金融体系获得更大的韧性”。

市场参与者也都被认为是经验丰富的专业人士。前财政部长劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）告诉国会，“这些合同涉及的各方当事人都是拥有丰富经验的金融机构”（Williams，2010，第186页）。直到

2007年春，高盛前首席执行官、时任财政部长汉克·保尔森表示，“一个开放、竞争和自由的市场可以有效配置稀缺资源，同时促进市场稳定与繁荣”（McGee，2010，第273页）。格林斯潘认为，“市场参与者的利己主义形成了公共市场监管的私人供给”（FCIC，2011，第53页），政府监管不仅是“不必要的……而且存在潜在危害”（Lowenstein，2010，第62页）。他认为“对仅由专业人士定向达成的衍生品交易进行监管是不必要的”（Greenspan，1998）。因此，积极的政府监管似乎没有必要。在危机发生后，格林斯潘向众议院监管和政府改革委员会（House Committee on Oversight and Government Reform）承认，“包括我在内，那些一直认为信贷机构的自利行为自然会保护股东权益的人都震惊了，对此无法相信”（Andrews，2008）。

金融危机不仅暴露出监管理念的缺陷，还暴露出监管架构方面存在的问题。美国的银行要面对太多的监管部门，总数超过100家（Joyce，2009，第60页）。而且关键是受到多重监管的金融机构可以从中选择一家主要监管机构。夸克和约翰逊（Kwak and Johnson，2010，第96页）认为，一些监管机构收入中很大一部分源于金融机构支付的监管费，故监管会存在“竞次”的情况。例如，大型房地产抵押贷款发放机构全美金融公司（Countrywide）就将主要监管机构从货币监理署转至美国储蓄机构管理局（OTS），原因是后者承诺其监管对该公司将“更有利”（McGee，2010，第259页）。格林斯潘还为此类监管架构辩护，认为这有利于约束监管者。“目前的架构为银行提供了更换监管部门的可能性，对任一监管部门来说，这成为一种有效的测试，限制其自由裁量的程度，避免产生过度严苛的监管。失去被监管机构的潜在压力对过度监管起到制衡作用，是监管部门过度监管倾向的抗衡力量”（FCIC，2011，第54页）。

银行也非常善于规避监管，尤其是通过场外衍生品交易、表外业务及离岸影子银行等形式规避监管。主要监管机构如美联储及美国证券交易委员会，以及其他一些关键的监管机构如货币监理署及储蓄机构管理

局，仅具有有限职权。2004年，时任美国财政部长约翰·斯诺（John Snow）曾督促监管部门关注贷款标准降低扩散化的问题，却由于单家监管部门职责权限有限而未收到成效。“没有人有360度全面的视角。金融监管者的第一反应就是‘这可能确实有问题，不过这不在我的权责范围内’。”（FCIC，2011，第172页）监管机构还缺乏敢作敢为的魄力，内部管理薄弱，经常人手不足。一些监管者似乎还违离了监管的基本原则。詹姆斯·吉勒安（James Gilleran）在2005年之前担任美国储蓄机构管理局负责人，他曾拍摄过一张照片，其中他本人挥舞着电锯砍向监管中的繁文缛节。随后，他削减了该机构25%的工作人员。这样，储蓄机构管理局理所当然地成为受欢迎的监管机构。其监管的机构包括最大的次级房地产抵押贷款提供方，正是后者加剧了危机的发酵（McGee，2010，第258页）。证券交易委员会负责人克里斯托弗·考克斯（Christopher Cox）对市场也持较宽容的态度，任期内也削减了监管和强制措施。正如麦吉（2010）指出的，其最终后果是银行业缺乏有效的“家长监管”（adult supervision）。20世纪90年代及21世纪初，美国监管标准的淡化解放了银行及投资者，使其可以加大杠杆，开发并交易更为奇异的证券产品。当时这种主流的监管观念也就意味着，监管者并不愿意转换工作重点以应对金融市场的变革。21世纪头10年次级贷款和资产证券化市场的快速增长，就是监管者未能依正确的方向实施有效监管的具体例证。金融危机调查委员会（2011，第ⅹⅶ页）指出，“美联储的关键问题在于未能阻止问题房地产抵押贷款的发放与流通，这本可以通过设置审慎的房地产抵押贷款标准来实现”。政界领袖和监管部门基本上也未能回应对影子银行或复杂的场外衍生品交易进行监管的呼声。20世纪90年代末，美国商品期货交易委员会（US Commodity Futures Trading Commission）主席布鲁克斯利·伯恩（Brooksley Born）主张对场外交易进行更严格的监管，引发了极大的反对。据报道，时任财政部副部长劳伦斯·萨默斯在与该委员会的电话中说，“我的办公室里有13位银行家，他们说如果你们继续推进这项工作，将会引发‘二战’以来最严重的金融危机”（Kwak and Johnson，2010，第9页）。随后国会通过了

《商品期货现代化法案》（Commodity Futures Modernization Act），最终正式确定不对包括信贷违约掉期在内的衍生品交易实施进一步监管。

在房利美和房地美的例子中，政府监管实质上还鼓励了机构承担风险（Wallison，2009，2011）。1994年，美国联邦住房管理局（Federal Housing Authority）要求两家公司的房地产抵押贷款融资中的30%要面向低收入人群。到2000年这一要求提升至50%，最终到2008年时已经提升到55%。21世纪头10年，那些贴着“私营标签”的银行在资产证券化市场的表现咄咄逼人，不仅威胁到房利美和房地美的市场占有率，还让两家公司可能难以满足监管要求。这是2005年左右起银行扩大次优级贷款组合业务的推动因素之一。房地美前任首席执行官兼董事长理查德·赛伦（Richard Syron，2010）告诉金融危机调查委员会，自2004年到2005年房地美就开始“缺乏能够满足指标要求的产品……我们必须达到住房和城市发展部（Department of Housing and Urban Development）对面向中低收入人群的业务占比的监管要求，且这一比例要求不断上升”。联邦住房管理局监督委员会负责人兼主席詹姆斯·洛克哈特（James Lockhart，2010）告诉金融危机调查委员会：

> 两家公司的首席执行官都告诉我，他们最怕的事情之一就是无法完成中低收入人群住房的相关指标……这些指标直到2008年才废止。如果他们真的未完成指标，住房和城市发展部有权要求其签立一份和解协议。从首席执行官的角度来说这可能更糟，因为这可能招致他们在国会的支持者的愤怒。我相信，对中低收入人群住房指标的高要求，以及由此带来的政治压力，加剧了两房对市场占有率及短期利润的追求……这是他们降低业务标准的主要原因。

除这些压力外，在危机爆发之前，房地美和房利美的中低收入人群住房指标还有其他重要作用，公司首席执行官可以利用其阻止当局实施可能的强力监管，或游说议员以达到减少资本的目的。据海伦·汤普森（Helen Thompson，2009，第20—21页）观察，在1990年至2008年间，

房利美和房地美向政客的捐款估计达1900万美元，游说花费约1.7亿美元，这也在政界“为他们的中低收入人群住房融资，尤其是面向少数族裔的业务规模扩张赢得舆论支持，因为这些业务与许多国会议员的政治议程和重大关切问题息息相关”。丹尼尔·马德（Daniel Mudd）在担任房利美首席运营官时告诉公司首席执行官富兰克林·玛蒂梅因斯（Franklin Maines），“房利美在过去的政治斗争中都获胜了，我们不留下后患……我们过去……总是能够并已经制定了对我们有利的规则”（FCIC，2011，第180页）。前美国联邦住房企业监督办公室（Office of Federal Housing Oversight）主任阿尔曼多·福尔肯（Armando Falcon，2010）告诉金融危机调查委员会，该办公室“不断受到恶意的政治攻击和恐吓”。2003年，在该办公室发布了一份批判性的监管报告后，房利美成功让福尔肯“辞职”。另一个关键问题是资本。根据法规，房利美和房地美的最低资本要求是2.5%。联邦住房企业监督办公室曾提交申请，试图提高这一比例，不过由于机构激烈的游说，该申请最终未获批准。

本章小结

不同于目前许多制度理论中所强调的制度约束，本章描述了美国银行业专权的首席执行官们如何能够在追求自身战略的过程中塑造并改变自身所处的制度。在这一过程中，他们几乎未受到制度阻碍，金融危机调查委员会（2011，第279页）将这一现象描述为“公司治理的重大失败”。董事会、股东、风险经理、评级机构和监管部门都未起到约束作用，就算他们这么做了，比如有些监管部门或风险经理偶尔提出异议，也都被忽略或压制。美国政府建立在一个互相制衡的体系之上，政府各部门受到制度激励去互相监控和约束彼此的行为。但银行首席执行官却基本未受到类似的限制，因此在银行的经营中往往反映出他们的心比天高，但能力却相对有限。霍尔和索斯吉斯（Hall and Soskice，2001，第

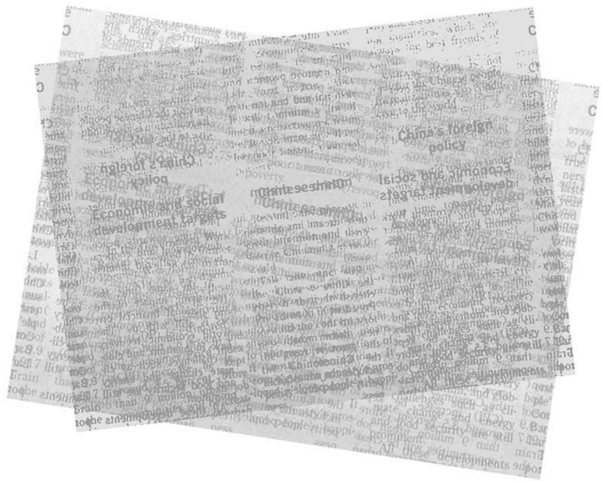
5页）认为，“制度的作用取决于它通过层级制度，正式授予某些特定行为人的权力”。

银行领导们得到了他们想要的杠杆交易革命，由此也成为金融危机的直接责任人。贝尔斯登的保罗·弗里德曼在摩根大通股东投票表决对贝尔斯登的接管事宜时表示：“我们是咎由自取。我们的所作所为导致目前的情况。是我们的错让事态如此不可收拾，我们错在没有采取任何措施来阻止这一切。这毫无疑问是高层管理不善的典型案例。”（W.Cohan，2009，第149页）正如本章所述，银行的高管们整体上都是真正的信徒。他们真的相信资产证券化和诸如风险价值模型之类的风险管理工具意味着“这次不一样”。正如桑顿等人（Thornton，Henry and Carter，2006）在《商业周刊》上指出的，“尽管银行承担了那么多风险，他们还是坚持认为银行比以往任何时候都要安全。他们聘用了许多世界上最伟大的数学头脑，创造了复杂到难以置信的风险模型。他们同时在许多市场展业，这些市场同时出问题的概率微乎其微”。而格林斯潘（2013，第92页）现在认为，“许多金融机构在经济最高点时将其有形资本变得如此单薄，他们的行为以及他们对市场流动性的易变性的低估证明，这相当愚蠢”。

其中许多市场相当不透明，这加剧了理解市场的难度。正如我们所见，许多银行领导者们确实未参与到业务细节中去，在许多情况下并不了解银行承担的风险。事实上，风险的分散和集中是同时发生的。然而大多数银行家及监管者仍持有乐观态度。正是这些错误认知以及巨大的市场压力，见证了市场随着银行对更高净资产收益率的持续追逐，而在21世纪头10年在危机前走到了顶峰。银行家和金融创新者兼具有限理性和非理性狂热，他们创造了新的获利机会，开拓了新的市场。然而极少有银行家了解体系整体的演变，及其产生的极高的系统性风险，最后造成了关键资产和融资市场的崩溃。最终，银行家被他们没有发现、无法控制的结构性系统性风险击垮。

1. 与后文的查尔斯·普林斯（Charles Prince）为同一人。——译者注
2. 由美国政府支持的企业发行的低风险债务。——译者注

第六章
英国：银行业和银行破产



在2008年金融危机最严峻的时期，英国政府承诺用1170亿英镑现金收购英国银行的股权或向其提供借贷（National Audit Office,2009）。此外，英国政府为约6000亿英镑金融资产投保，为2500亿英镑的批发银行借款提供担保。正如第三章所述，英国银行体系遭受的最大损失发生在苏格兰皇家银行和英国哈里法克斯银行。在2008年至2009年，巴克莱银行遭受了严重的交易损失但仍然确保了税前盈利。劳埃德银行在危机中一度处于相对强势的地位，却由于收购了哈里法克斯银行而元气大伤。德意志银行和瑞士银行在伦敦的投资银行部门均遭受了重大损失，北岩银行、布拉德福德和宾利住房抵押贷款银行（Bradford and Bingley building societies）也遭受重创。

在第一章和第二章，本书已经从宏观的制度和结构层面解释了导致银行危机的动因。在这一章，本书将从银行高管、监管者和政治家的角度去解释一些英国最大银行的行为模式。通过对他们的采访，本书认为

英国银行在一个高度竞争的市场中运行，银行管理层极难抵御追求激进的利润和净资产收益率目标的压力。更何况，大多数银行家也坚信自己的业务模式是安全的，风险被有效分散且是可控的。市场的压力和乐观的想法互为促进。苏格兰皇家银行和哈里法克斯银行在危机中蒙受了巨大损失并被公众不断质疑，但这两家银行的高管并非过分乐观者，而是坚定的信念使得管理层排挤或是忽视风险管理人员的意见。同时高管层还引入了鼓励风险承担的激励机制。非执行董事、外部审计师和机构投资者都有权也有机会质疑银行高管层，但他们都未能做到。此外，英国金融服务局的“柔性”监管模式，客观上也允许银行承担过度的风险，从事高风险的证券交易，提升杠杆水平，过度依靠批发融资。

市场压力

瑞·普曼（Ray Perman，2013，第17页）曾详细叙述了苏格兰银行（Bank of Scotland）的历史，直到20世纪80年代，苏格兰三大银行——苏格兰银行、苏格兰皇家银行和克莱德斯戴尔银行（Clydesdale）在苏格兰清算银行委员会“表面上讨论各方共同关心的事宜，实际上相互勾结操纵利率和服务收费”。“这是一个封闭而舒适的世界”，早在1876年，各方就在此达成了“君子协定”：阻止英格兰银行在苏格兰开立分支机构，以及阻止苏格兰银行在伦敦以外扩张（Perman，2013，第17页）。在二十世纪五六十年代，英国最大的商业银行和投资商人银行也曾在一个安全的市场中运行，利率和信贷创造受到管制，从而为银行业带来持续利润及有限竞争。大卫·基纳斯顿（David Kynaston，2011）认为，那时伦敦金融城的银行家就像19世纪的银行家一样，在同样的大楼里做着同样的业务。随着20世纪60年代欧洲美元市场的兴起，以及70年代早期的二级银行危机，这一世界的平静被打破，但也维系到80年代，从证券交易所的“大爆炸改革”（big bang reform）开始，历届保守党和工党政府都通过促进竞争来保护消费者权益。

1987年，英国用立法的形式允许当地的住房互助会吸收存款、发放贷款，以互助的形式增加资本并成为在证交所上市的私营企业，以此来鼓励银行体系内部的竞争。一些住房互助会，其中比较知名的如英国联合莱斯特（Alliance and Leicester）和位于纽卡斯尔的北岩银行都逐渐将市场拓展到全国。截至2007年6月，北岩银行拥有资产1130亿英镑并占有全国住房抵押贷款市场10%的份额。2001年，克鲁克香克（Cruickshank）报告指出，账户转换费和其他隐性费用导致消费者被“绑定”在某些银行。因此，在危机爆发的前几年，金融服务局鼓励类似乐购金融（Tesco Finance）、维京金融（Virgin Money）等新机构进入银行业。同时，通过一系列成功的兼并收购，一些中小型银行拓展了市场份额，例如苏格兰皇家银行在2000年收购了规模较大但经营不善的国民西敏寺银行，在2007年收购了荷兰银行，苏格兰银行在2001年与哈里法克斯建房互助协会（Halifax Building Society）合并成为英国哈里法克斯银行。此时，英国其他大型银行，例如巴克莱银行、汇丰银行、劳埃德银行既面临着来自正在“去互助化”的住房互助会的竞争压力，也面临着外国银行在英国新设分支机构或是收购英国商人银行所带来的竞争压力。1990年，德意志银行收购了摩根格林费尔银行（Morgan Grenfell）；1995年，巴林银行（Barings）出售给荷兰国际集团，同年，佳活宾信出售给德雷斯登银行（Dresdner），瑞士银行公司（Swiss Bank Corporation，后改名为UBS）收购了英国华宝银行（Warburg）;1998年，法国兴业银行（Société Générale）收购了英国的汉布罗银行（Hambros）；2000年，施罗德（Schroders）将投行部门出售给了花旗集团。

正如英国住房互助会协会主席阿德里安·科尔斯（Adrian Coles）所述，在这个高度竞争的全新世界里，银行一旦提供了略高一点的利息，“储户的钱将纷拥而至”（访谈，2013年4月19日）。银行若是能降低利率或是提高授信额度，也将吸引大批新客户。而银行如果不能赶上竞争对手的税前利润以及更为重要的净资产收益率，就会遭遇股价下滑并成为收购目标。因此，银行高管层毫无职业安全感可言。作为英国最

大的银行之一，劳埃德银行在危机爆发前的几年里，承受急须提升利润的巨大市场压力。2005年，分析师将劳埃德银行比作银行体系的“英国利兰”（British Leyland）(注)，认为银行管理层已经“迷失方向”（Independent，2005）。尽管2005年劳埃德银行的税前利润为38亿英镑，但财经媒体多次报道花旗集团或西班牙毕尔巴鄂银行（Spanish Banco Bilbao）意图发起恶意收购。在这样的环境中，银行高管层面临着巨大的压力，不得不制定并追求激进的增长和利润目标。大卫·沃克爵士（David Walker，2009，第27页）在评论英国银行的公司治理时指出，“对于全面业绩季报的日益重视，市场估值短期压力的不断增加，都不可避免地影响着公司高管层和董事会对经营方式的抉择，并共同导致市场上普遍存在的对短期利益的短视行为”。英国财政委员会（UK Treasury Committee，2009a，证词73）同样认为，“如果某家银行在2005年决定保守一些、限制某些业务发展，那么很有可能在2006年这家银行的首席执行官和董事就会因为未能抓住机会而被替换”。英格兰银行的霍尔丹告诉我们，银行别无选择,只能：

> 尽力平衡内部的各类激励，因为时机很好，任何公司都很难单独后退、退出这个盛宴。如果你问他们是不是做了太多业务？他们会承认这一点，但他们会说曾经有个同业朋友在两年前退出某项业务，结果就失业了。因此，在这样的目标引领下，几乎不可能逃离不断追求更高利润的自我循环。尽管人们意识到承担的风险高于自己的偏好却仍然无法止步，因为自己的所失会变成其他人的所得。所以我认为，至少在最后，对风险累积已经有了很强的外部认知，演变的方式却是集体将每个个体推下了悬崖。（访谈，2013年5月9日）

原苏格兰皇家银行投行部门负责人约翰尼·卡梅隆（Johnny Cameron）也表示赞同。

在股东期望过高的日子里，每个公司，每个银行都是这样。2007年三四月间，我非常担忧，在我看来伦敦的市场似乎已经狂热，我用了“狂热”这个词，当时还受到人们的嘲笑。但如果说我认为市场狂热，我们就撤出杠杆贷款以及其他更多的业务，市场也完全不会认可我们。我想任何一家这样说这样做的银行都将会受到市场的惩罚。因此，只有非常勇敢的人，才敢说因为担心风险而打算放弃市场份额。（访谈，2013年4月18日）

阿德里安·科尔斯（Adrian Coles）在谈到住房抵押贷款时告诉我们：

有时，竞争过大是危险的，这就是2007年前夕发生的情况。巨大的竞争压力使得房贷首付低至5%，还款收入比达到6倍，此时这样的竞争是有益的吗……自由市场以竞争的方式确定信贷标准，也为可能产生的问题埋下隐患，有时太大的竞争反而弊大于利。（访谈，2013年4月19日）

激烈的竞争对决策的影响程度在英国哈里法克斯银行体现得最为明显。在苏格兰皇家银行与哈里法克斯银行合并后，新一届银行高管层决定“打破藩篱”，“对四大清算银行发起挑战”（HBOS，2001，第24页）。银行首席执行官詹姆斯·克罗斯比（James Crosby）设定了净资产收益率达到并保持平均20%的水平。这就需要对银行每个分支机构的每个员工都设定销售指标，正如克罗斯比所说的“通过每一个渠道、每一个产品从竞争对手手中抢夺份额”（HBOS，2003，第1页）。瑞·普曼（2013，第110页）记录了哈里法克斯银行一位高管某一次的发言，当时“各部门的主管制定好预算并发送给时任财务总监麦克·埃利斯（Mike Ellis），当反馈回来时都被向上加码，而且是板上钉钉必须执行的。因为如果你想和别家竞争，你必须发放更多贷款”。

2005年，哈里法克斯银行首次实现了净资产收益率20%的目标，年

度税前利润为48亿英镑。但此时，该行住房抵押贷款业务已经受到巨大的竞争压力，其中鸡蛋（Egg）和直线（Direct Line）等机构新进入该市场，北岩银行则发放了一种“打包贷款”（together mortgage），允许客户贷款金额达到所购房屋价值的125%。2007年，当哈里法克斯银行宣布其在新发放住房抵押贷款新房按揭市场的市场份额从20%降至8%，几天之内该行的市值就下降超过10亿英镑（Rutherford，2007）。哈里法克斯银行的高管层“面临巨大的压力”，因为他们认为“市场期待他们继续取得更高的增长”（Ray Perman，访谈，2013年4月16日）。据报道，哈里法克斯银行的高管层曾经逼迫零售总监本尼·希金斯（Benny Higgins）引入一种新的“权益释放型住房抵押贷款”（equity release mortgages）。该产品基于房价不断上涨的假设，因此可以降低短期的还款额从而吸引新的借款人。希金斯拒绝了这一提议，并在几个月后辞职。普曼（2013，第138页）引述了一位银行董事会成员的话，“本尼是个英雄，他在住房抵押贷款市场上的观点是对的，但高管层和其他董事会成员都没有勇气去支持他”。当希金斯一离开，高管层就降低了银行的信贷标准，为了和北岩银行竞争而将信贷额度提升到房产价值的125%。哈里法克斯银行也决定发展“非标准化”的住房抵押贷款业务，尤其是边际收益率更高的以出租为目的购房抵押按揭贷款和不能提供收入证明的按揭。截至2008年末，该行零售按揭余额的28%，即约665亿英镑是非标准化按揭，其中62%的贷款价值比（loan-to-value ratio）超过70%（Parliamentary Commission on Banking Standards,2013a,第74页）。

为应对住房抵押贷款业务的激烈竞争，银行高管层对公司信贷部也施加了提升市场份额和利润的压力。普曼（2013，第110页）描述了公司信贷部门经理最初提议贷款增长6%，利润增长9%的目标，却被高管层要求利润翻倍。公司银行部总经理康明斯（Cummings）在2012年因为在本行经营失败中的过失而被金融服务局罚款50万英镑，他告诉议会委员会他承受了提升利润的巨大压力，因为“那时候零售银行业绩不佳、低于预期，就要求我能介入”（Parliamentary Commission on

Banking Standards,2013a，第41页）。为了追求进一步的增长，公司业务部拓展了“次投资级别”（sub-investment grade）的业务，并开始持有银行授信企业客户的股权，从而进一步扩大对这些企业的敞口（Parliamentary Commission on Banking Standards,2013a，第11页）。金融服务局（2012b，第12页）总结道，“对增长的持续施压……自然意味着对风险管理的关注降低”。2007年，彼得·康明斯向投资者和市场分析师保证，“银行的房地产资产组合在借贷方式、资产类型、地理位置和租客集中度等方面充分分散化”，因此，他对“银行资产负债表的质量并不担心”。而事实上，金融服务局（2012b，第8页）发现此时哈里法克斯银行对房地产和单一借款人风险集中度很高，对股权、次级债以及高杠杆交易的敞口也相当高，该行整体资产组合中高达75%的部分为次投资级别。

哈里法克斯银行的高管认为是市场竞争逼得他们别无选择，只能制定更高的增长和利润目标。巴克莱银行在整个21世纪初都决心成为全球前五大银行。当约翰·瓦利（John Varley）被任命为巴克莱首席执行官后，他即刻提出对巴克莱银行市场地位的不满，认为需要提升银行的“新陈代谢速率”（metabolic rate）（Thal Larsen，2006a）。2012年7月，在LIBOR丑闻之后，巴克莱银行聘请资深律师、前BBC负责人安东尼·萨尔斯（Anthony Salz）爵士评估该行的文化以及业务模式。萨尔斯指出，“对于一个商业机构来说，商业利益和想赢的动机并不是完全错误的价值观，然而在巴克莱银行，对于赢的界定和执行已经不仅仅意味着‘竞争’，有时表现出一种‘不惜一切代价’的态度”（Salz，2013，第82页）。

与此类似的是，苏格兰皇家银行的首席执行官弗雷德·古德温（Fred Goodwin）的目标则是在业绩上超越巴克莱银行。据古德温一位前同事回忆，“弗雷德想要的就是不断做大。他决心将苏格兰皇家银行变得比巴克莱银行大”（Martin,2013，第7页）。一位前巴克莱银行董事会成员表示，这种竞争感促使苏格兰皇家银行在2007年对荷兰银行进行了盲目

的竞价。“弗雷德想要比巴克莱银行大，他认为收购荷兰银行是一个机会”（Martin，2013，第7页）。

同时，德意志银行的首席执行官约瑟夫·阿克曼（Josef Ackermann，2005a，第5页，第7页）也向股东承认：

> 我们和世界顶级银行相比仍有差距……我们想比市场发展得更快，从而加速银行的利润增长。我们主要想通过内生性的增长，因为我们关注到我们仍有很大的增长潜力，尤其是在贷款交易、复杂衍生产品销售等高利润率的产品方面。

最后，正如本书第三章所述，2005年，瑞士银行激进地进入抵押债务凭证市场主要是源于一份外部咨询报告，其观点是瑞士银行投行部门落后于市场竞争者。这就导致“不惜一切代价增长”的理念渗透进银行的各个层级，每天晨会的主题都是市场份额、收入差距和击败竞争对手，而对高管层而言这也是能否保住饭碗的问题（Blundell-Wignall，Atkinson and Lee，2008，第10页）。

真正的信徒

面对巨大的市场竞争和压力，银行业盛行的市场机会越来越集中于高风险的借贷或是高风险的交易，且都使用了越来越高的杠杆。然而，在2007年和2008年受挫的苏格兰皇家银行、哈里法克斯银行以及其他主要银行的高管层们在当时都不认为他们承担的风险是危险的。正如BBC财经编辑罗伯特·佩斯顿等人（Peston and Knight，2013，第17页）评论道，“银行和银行家们鲁莽的行为并不是出于要逼我们所有人破产的阴谋，而可能是任性或是天真，因为他们并不认为自己行事鲁莽”。银行的高管层相信他们的内部风险管理很强，相信全球经济会持续增长并给

银行带来新的业务机会，相信房价将会随着收入增长而继续上升，相信“发起并分销”的证券化模式分散了风险。曾任英格兰银行金融稳定部负责人的约翰·基弗（John Gieve）爵士告诉我们：

> 过去，当我和伦敦、纽约的那些银行主席和首席执行官们交流时，他们总和我说“约翰，你的担心是对的，因为市场不可能一直这么好。但是你必须要明白，自从上次20世纪90年代初期的金融危机后……我们的风险管理体系彻底改造了，还有我们的对冲策略——所以我们有信心可以很好应对”。（访谈，2013年4月19日）

2007年2月，巴克莱资本总裁鲍勃·戴蒙德（2007a）宣称，“未来的三四年我们将会真正看到风险管理的黄金时代”。早在2003年，戴蒙德携其同事和美国的沃伦·巴菲特之间就有一些争论。2002年，巴菲特有一个关于衍生品的著名言论，他说衍生品是“疯子”发明的“金融业的大规模杀伤性武器”，衍生品交易蕴藏着“超级灾难性风险”（Berkshire Hathaway,2002，第13页，第15页）。巴菲特旗下独立的衍生品业务公司，通用再保险金融产品公司（Gen ReFinancial Products）曾在前几年不幸触礁，对此，戴蒙德认为巴菲特之所以对衍生业务如此抵触，是因为“他曾经在此失败过”，因此他的观点并不客观。戴蒙德的同事，巴克莱资本利率部门的全球负责人杰里·德尔·米瑟（Jerry Del Misser）也对戴蒙德的观点表示赞同。“衍生品市场每年都在增长，风险管理以及衍生品作为风险转移的工具也变得越来越强大。”援引格林斯潘对衍生品的正面观点，德尔·米瑟总结道，“这里并没有大的风险集中池”（Jeffery,2003）。苏格兰皇家银行董事长汤姆·麦基洛普（Tom McKillop）爵士（Treasury Committee,2009a，证词240）也认为证券化已经实现了风险的分散:

> 我能对发生的情况表达自己的观点吗？证券化，以及发起并分销模式，有利于金融体系的稳定。我参加过的许多论坛都肯定了这

一点，它分散风险，让整个体系更加稳定。然而，事后证明并非如此，而是变得与预期完全相反。这让每个人，包括监管者、参与其中的银行和公司都感到惊讶。

哈里法克斯银行的首席执行官詹姆斯·科罗斯比爵士告诉英国议会银行业标准委员会（Parliamentary Commission on Banking Standards,2013d，第12页），“我们和公司银行部的同事都相信，他们对承担的风险有很清楚的了解，而且从银行整体来说也没有任何证据与此相悖”。

英国各银行的高管层也和美国的同行们一样对于内部的风险价值模型有着毫无保留的信任。在巴克莱银行，风险价值系统的运用使首席执行官约翰·瓦利相信，“信用风险更多的是一门科学而不是艺术”（Mackintosh，2002）。在苏格兰皇家银行，弗雷德·古德温（RBS，2006a，第23页）认为风险价值“并不是一种完美的方法”，但无论如何它有助于银行高管层了解银行所面临的风险，他的原话值得转述：

> 我们对集团（苏格兰皇家银行）未来的展望是正面的。对经济展望也是正面的。没错，是有风险，总是会有风险。但说来也怪，当这些风险被识别，当这些风险已经存在一段时间，当应对这些风险成为每个人的日常工作时，风险似乎就小了。因此，在我看来，这有助于降低风险，且更有可能以更明智更富建设性的方式实现对风险的管理。

在瑞士银行，高管层所依赖的风险价值评估采用的是五年的数据（UBS，2008b，第38页）。管理层没有意识到这些数据可能是不恰当的，因为它仅仅是经济繁荣期的数据，不能反映出一旦资产泡沫开始破裂，不同级别的交易性资产可能形成的累计损失。与此同时，瑞士银行

的高管层仅仅得到本行持有次级资产净头寸的信息。这就意味着当头寸通过与美国国际集团或是单一债券保险公司进行对冲时，高管层实际上对总体情况并不知情（SFBC，2008，第12页）。

投资者、银行高管层和监管者也由于信用评级机构发布的正面评估而打消疑虑。2006年，穆迪给苏格兰皇家银行的长期债务信用评级为Aa1（仅比最高评级AAA低一档）。2008年4月，穆迪仅对苏格兰皇家银行做出降级预期，直到6月才宣布了降级。更令人震惊的是，2008年9月，穆迪对哈里法克斯银行的评级仅仅从Aa1级降低至Aa2级。而惠誉还在2006年8月将哈里法克斯银行的评级从AA级调高至AA+级，在2007年3月将苏格兰皇家银行的评级从AA级调高至AA+级，且一直到2008年9月之前都未曾调低该行的评级（Hindmoor and McConnell,2013，2014）。

在银行自身的风险评估以及提供给市场分析师的报告中，银行管理层非常依赖本行开发或交易的金融产品的外部信用评级，以使投资人确信他们并未承担不可承受的风险。每一次在交易新情况的报告或是与市场分析师的电话会议中，当高管层被问及有关风险的一些重要问题时，他们也总是援引AAA级或是AA级资产所占的比例。佩斯顿等人（Peston and Knight,2013，第169页）引用了“一位（英国）著名银行家”的说法，“如果你是一家投资机构或银行的风险管理负责人，当你看到同事不断增加对AAA级资产的投资，你不会核查投资的具体内容，也无须三思，因为贴上AAA的标签，你就会认为万事大吉”。哈里法克斯银行集团财务部负责人菲尔·霍奇金森（Phil Hodgkinson）在2007年9月告诉市场分析师，该行资产负债表上的证券化资产“都是超高层级的资产，96%都是AAA级的”（HBOS，2007b）。2008年7月，哈里法克斯银行集团时任财务负责人麦克·埃利斯（Mike Ellis）也向投资者做出了类似的保证，“93%的资产支持证券都是AAA级，只有1.3%是低于投资级别的”（HBOS，2008a，第10页）。劳埃德银行的零售负责人海伦·威尔（Helen Weir）描述该行表外通道坎卡拉公司（Cancara）的资产“全是

AAA级的资产支持证券，主要为简单资产（vanilla assets），我们曾形容它是表外通道里的劳斯莱斯”（Treanor,2007a）。当原瑞士银行主席彼得·库勒尔（Peter Kurer）问及该行资产负债表上的抵押债务凭证情况时，风险管理部门的人员告诉他，“这些产品就像是AAA级的，像政府债券”（转引自Tett,2009，第139页）。苏格兰皇家银行的约翰尼·卡梅隆对信用评级的地位做出了令人信服的解释：

> 苏格兰皇家银行共计有2万亿英镑的表内资产，我负责的部分大约有1万亿英镑，这是一个很庞大的数字。即使以最广义的定义来看，其中次级的部分也仅在50亿英镑左右（尽管最终它们变得一文不值）。但在当时几乎都被认为“优于AAA级”。因此所有需要对我负责的人、需要对集团负责的人以及集团的风险管理人员，没人关注它、重视它，认为它值得担心。直到临近最后，我们也从未认为它是次级的。它优于AAA级，因此表内资产中它的收益率是最低的，仅在LIBOR基础上加了0.125%。事实上要求我在整个资产组合中去关注规模这么小、质量又这么安全的资产是不实际、不公平的。所以我只能说我的风险管理团队让我失望了，他们本应该告诉我这一点——但我认为我甚至都不能这么说。因为如果“优于AAA级”，就不应该去担心它。（访谈，2013年4月18日）

苏格兰皇家银行和哈里法克斯银行的高管层对未来的经济和金融增长一直持乐观态度，直到危机爆发。苏格兰皇家银行的约翰尼·卡梅隆说道：“这是当时的时代潮流。这是一个牛市，直到2007年，感觉所有资产都呈现不断上扬的走势”（访谈，4月18日）。苏格兰皇家银行的弗雷德·古德温在一次投资者会议上表示，“不管经济如何，不管形势如何变化，我可以很自信地说我们能实现的增长与竞争者相比一定是更优质、更其可持续性”（Martin,2013，第204页）。2007年8月，古德温向投资者保证，“不管你愿意相信或是偏爱哪家机构发布的数据，我们都是在一个乐观且看起来将会持续保持乐观的市场中运营”（RBS,2007b，第11页）。而此时，苏格兰皇家银行的约翰尼·卡梅隆将美国次贷市场

的下滑形容为“暂时的变化”（Interactive Investor,2007）。在与金融服务局的一次会谈中，卡梅隆被问到为什么在2007年末银行开始出现大额损失时，还不着手降低风险敞口。卡梅隆表示，弗雷德·古德温“一直是个乐观主义者，对于将要发生的事情始终倾向于乐观的态度，而且总是被证明是正确的”（金融服务局,2011，第380页）。古德温并不是特例。2007年8月，巴克莱银行的鲍勃·戴蒙德预测次贷市场的下行趋势可能“需要超过一年的时间才得以扭转”，“但我们可以预期在未来2-3个月的某一时点，市场交易量会回到一个更加正常的水平”（P.Cohan,2007）。3个月后，戴蒙德承认“我们在次级资产方面面临严峻的形势”，但他仍告诉投资者，“作为乐观主义者，我并不认为是发起并分销的模式导致了这些问题”（Urry,2007）。

哈里法克斯银行的首席执行官詹姆斯·克罗斯比，完全不担心美国次贷下滑也许预示着未来的种种问题：

> 10年前，在20世纪80年代房地产泡沫的余波中，因断供而强制收回房产的数量处于创纪录的水平。看起来英国对住宅所有权独有的迷恋似乎已经结束。今天，强制收回房产的比率是自1984年以来的最低水平，去年房价上涨近30%。然而，并不是所有人都认为这是个好消息。在流行的熊市心理逻辑中，投资者质疑整个市场的基本面。一些美国投资银行家甚至直接将英国房地产市场与美国做简单的对比。他们认为英国房地产市场正在上演一场皇帝的新衣秀，英国住宅房地产市场正在走向崩盘……同时，放贷人甚至比20世纪80年代更加谨慎，14年前的房贷利率是今天的两倍，而贷款与借款人收入的倍数却与14年前一样。竞争促使放贷人给现有客户提供更优惠的交易条件，给新借款人以稍小的折扣……英国房地产市场仍然拥有坚挺的市场基本面；皇帝仍然华服在身。（Crosby，2003）

哈里法克斯银行克罗斯比的继任者安迪·霍恩比（Andy Hornby）在回应该行利润能否持续这一问题时表示，预计“在我行经营涉及的主要

经济体中都可以看到持续的GDP增长”（HBOS，2006，第13页）。该行公司银行部负责人彼得·康明斯也有类似的分析：“经济肯定是温和增长的，这种温和的增长刺激了大量的经济活动……我们的投资账户开始呈现持续性和成长性。我对我们各项投资的质量始终保持信心，整体投资的多元化和持续性继续改善。我对此非常乐观。”（HBOS，2007c，第17页）同年，安迪·霍恩比在回应关于公司信贷的问题时表示，“对于公司信贷质量的讨论开始成为一个不断重复的主题。这一话题多次被重复提起，每次我们都站出来表态，一切都好，事后也证明的确如此”（HBOS，2007c，第4页）。2007年10月，霍恩比在一次美林银行业会议上告诉参会代表，该行对风险的态度有“巨大的变化”，由于竞争对手开始减少放贷，因此哈里法克斯银行可以增加利润（Croft，2007）。

银行高管层真的喜欢可能导致系统性风险的高杠杆和对批发融资的过度依赖吗？答案很简单，他们并不喜欢。北岩银行和哈里法克斯银行的高管层都明白增加存款基础的好处。但他们没有这么做，因为尽管他们考虑到在市场转向的情况下批发融资市场冻结的可能性，但他们更想借助批发融资进一步扩张资产规模，同时去对冲批发市场可能出现的利率上升。银行高管层不认为批发融资市场会在一场危机中冻结，从而使银行债务无法展期。事实上，回顾这些银行高管层的发言以及他们与市场分析师的电话会议记录，值得注意的是，银行高管层根本不觉得有必要去讨论或论证他们的杠杆或是对批发融资的依赖。内斯特咨询公司（Nestor Advisors）的董事总经理斯蒂尔蓬·内斯特（Stilpon Nestor）认为，对风险模型的运用掩盖了系统性风险来源的存在，董事会成员“最终忽视了巨大的风险，如同忽视了房间里的大象，比如快速上升的总杠杆率和枯竭的流动性”（HM Treasury，2013，第120页）。

可能有人会反对，我们不应该将过多的注意力放在银行高管层的公开陈述中，因为高管领取薪水，因而总是会对银行业绩进行最好的描述。但并没有证据显示，关上门之后，银行高管层对整体经济形势以及银行资产负债表表现出严重的担忧。在2008年3月，安迪·霍恩比对哈里

法克斯银行未来的前景非常自信，因此投资了41.3万英镑的自有资金购买了本行股票，之后其他六位高管又紧随其后，投资了100万英镑（P.McMahon，2008）。苏格兰皇家银行的情况与此类似，当该行陷入危机时，弗雷德·古德温损失了近700万英镑的自有资金，而前任首席执行官，即后来的董事会主席乔治·马修森（George Matthewson）也损失了近500万英镑（Martin,2013，第297页）。2008年，当巴克莱银行股价下挫时，其全球零售和商业银行部门的负责人弗里茨·希格斯（Frits Seegers）损失了190万英镑，鲍勃·戴蒙德损失了近30万英镑。苏格兰皇家银行高管层的行为也表明他们对本行的业务模式的确充满信心。2007年，苏格兰皇家银行推进其对荷兰银行的收购，并继续构建银行的交易资产组合（FSA，2011，第144—146页）。在瑞士银行，管理层对于资产负债表上的超高层级抵押债务凭证的价值非常有信心，因此在为此类资产投保时设定其最大损失为4%（Martin,2013，第244页）。为什么这么多银行高管对银行的财务前景如此看好，最简单的解释就是他们的确这么认为。

我们现在知道，银行高管层对于银行风险管理实践以及经济状况的判断是十分错误的。但当时他们有很好的理由去相信他们自己是正确的。英国经济以向上的趋势增长，通胀率保持在相对低点。正如我们所见，当时的政治家、监管者和市场投资者也都认为这是可持续的繁荣。银行债务的信贷违约掉期收益率也特别低（Turner,2011，第28页）。大型银行的股价在北岩银行崩盘前都没有出现大幅下跌。巴克莱银行的股价在2007年6月达到6.9英镑的高点，8月下滑到6.1英镑。劳埃德银行的股价在2007年4月达到5.67英镑的高点，并在6月下滑到5.4英镑。苏格兰皇家银行的股价从2006年6月的5.9英镑上升到2007年1月6.8英镑的高点，随后在6月下滑至6.3英镑并在8月加速下滑到5.7英镑。显然，此时，投资者终于意识到苏格兰皇家银行资产负债表的脆弱性。哈里法克斯银行的股价从2007年1月的11英镑下滑至6月的9.6英镑，并在8月下滑至9英镑。这是一个很明显的股价下滑，但并不意味着投资者已经意识到这些大型银行已经变得多么脆弱（Hindmoor and McConnell,2013）。

内部治理

英国银行体系中首席执行官享有的权利与美国相当。他们可以设置整体的战略目标，包括银行的“风险偏好”，任命核心管理层，制定奖金分配制度，以及发起并购讨论等。如第五章所述，美国的首席执行官对那些质疑其战略的高级风控官，会要求其靠边站甚至直接解雇他们。这种情况也曾发生在英国吗？答案是肯定的。其中最高调的例子便是哈里法克斯银行的集团合规风险负责人保罗·摩尔（Paul Moore）。在金融危机之前的几年，他向首席执行官以及董事会提出了自己对于风险控制不足以及行内销售高于风险文化的担忧，并要求董事会书面记录其担忧。虽然摩尔（Telegraph,2009）之前还批评了银行一些部门“惧怕挑战的文化”，但就在他正式提出对银行风控的担忧后不久，他便遭到银行的谴责，之后一位普华永道的审计人员告知摩尔，行内一名匿名高管称其一定是在“找死”。摩尔随后被撤职，被一名几乎没有风险管理经验的人取代。在财政部特别委员会的调查中，摩尔回顾了他之前的经历：

> 简单而言，这场危机的发生并不是因为那么多聪明的人们都没有意识到它的到来，而是因为在银行高管层和那些所有负责监督他们行为的人之间没有足够的“隔离”和“权力平衡”，后者甚至“受到了控制”。这其中包括银行内控部门，如财务、风险、合规和内部审计，董事会非执行主席和董事、外部审计师、金融服务局、股东以及政客。正如我最近在BBC上的评论，“在那时作为内部风险和合规管理人员，就好像一个人在一艘颠簸的小船上试图让一艘大油轮放慢速度”。如果我们能把小船换成拖船，甚至是领航大船驶入港口，我相信情况最后会变得很不一样。
> （Telegraph,2009）

金融服务局对于哈里法克斯银行如何走向失败的报告证实了摩尔的分析。报告指出，哈里法克斯银行内部存在“乐观的企业文化”，风险管

理被认为是“业务发展的阻碍而不是业务发展的有机组成部分”（FSA，2012b，第4页，第13页）。摩尔后来还开展了一项对风险管理人员的广泛调研。调研名为“风险思维”（Risk Minds），受访对象为500多名风险管理人员，该调查发现大多数风险专业人员已经提前发现了可能导致危机的技术性因素……风险汇报至上级，但是高管层还是选择把业务额作为首要考虑（Moore，Carter and Associates,2010，第2页）。其中一半的被调查者表示他们在2007—2008年危机前，对于其机构内部的财务和市场风险都有过较大的担忧。这其中的一半——也就是所有被调查者的1/4表明他们难以提出他们的担忧。一名被调查者表示，“我第一次提出自己的担忧后，我便晋升失败，并且被调离到另外一个部门”。另一位则说，“在一个销售导向的乐观机构中，对于坏消息的容忍度是有限的。整个机构的文化都是以销售额和利润为优先，任何试图提出风险或是监管相关事项的尝试都会被认为是扫兴的”。

风险管理人员有时会因为对银行战略提出反对意见而受到惩罚。更常见的是，由于他们不能参加核心决策会议，因此风险管理人员的意见不能被高层知悉。金融服务局对苏格兰皇家银行如何走向失败的调查指出，没有明显证据表明该行风险管理人员曾试图警告首席执行官或者董事会关于银行战略中的内在危险。报告指出，直到2008年2月，首席风险官才得以进入集团执行管理委员会或是参加首席执行官的晨会。

当苏格兰皇家银行在美国的交易业务中出现损失时，弗雷德·古德温对于利润目标提出了质疑，但是没有对其背后的业务问题进行质疑。“苏格兰皇家银行首席执行官说:‘你的收入预期出错了，为什么没能实现你承诺的增长呢？’但他没有随即去问卡梅隆或克洛维（Crowe），市场出了什么问题，是不是一个严重的问题。”（Martin，2013，第240页）后来，据说卡梅隆为古德温在纸上画了一张图去阐释抵押债务凭证是如何构造的。同样，萨尔斯的报告（Salz，2013，第160页）发现，2005年到2009年巴克莱银行的执行委员会会议中没有首席风险官和合规负责人。保罗·摩尔在哈里法克斯银行的继任者——乔·道森（Jo

Dawson），在议会委员会对该行垮塌的调查中表示，她在银行中与其说有权力不如说只有影响力，而且她施加影响的能力取决于她和其他经理之间的关系（Parliamentary Commission on Banking Standards,2012)。当道森对于公司信贷部门提出的增长战略提出疑虑时，首席执行官和主席告诉她，他们对于现状很满意，竞争对手正在“恶意中伤”本行（Parliamentary Commission on Banking Standards，2012)。在瑞士银行，投行部门的高管层有着很强的销售背景，却没有任何风险管理经验。事实上，瑞士银行在固定收益交易部门甚至没有委派高级风险管理人员，危机后银行最大的损失便发生在这个部门，这笔损失几乎摧毁了瑞士银行（UBS,2008b，第37页）。因此，资历较低的风险管理人员提出的质疑不是被忽视就是完全没有传递给高层。英国某家最大型银行的一位高级风险经理告诉我们，风险管理人员有机会表达他们的观点，但他们只有有限的权力：

> 有时候你有权真正去阻止某些事情，但不幸的是，此类决定经常会遭受负面反应和阻力。我自己便亲身经历过，尤其是来自其他银行的人想要开展他们在原银行所从事的业务。有时，你必须要说那样做不合适。如果你想继续这么做，请回到你原来的银行。但是，你能用于对抗的火力有限，因为其他业务部门也还有很多持怀疑态度的人……所以你必须要选择好自己的战场，温和地对抗。（访谈，2013年4月19日）

在脆弱的风险管理之外，银行管理层还过于关注激励机制中的增长，从而激励员工追求短期利润最大化，即使这样做会导致巨大的风险累积。默文·金认为这种激励机制存在致命缺陷：

> 关于弗雷德·古德温的养老金的真正问题不在于争论是否应该取消之前合同约定的权利，真正的争论在于，当时股东、董事会、财经媒体怎么会都认为以这样的方式去激励个人是个好主意呢。这

些奖金绝对是天文数字。这种形式的薪酬制度是当你赢得赌博你会获得奖励，而当你输了却没有任何损失。显然，这样的薪酬制度会刺激人们更多地参与赌博。（Treasury Committee，2009a，证词314）

在哈里法克斯银行，金融服务局（2012a，第17页）发现“员工们更关注收益而不是风险，这就促使他们去进一步便利客户、增加放贷并承担更大的风险”。例如，彼得·康明斯在2007年由于完成了贷款和利润目标而获得130万英镑的奖金（FSA,2012a，第21页）。2009年2月，在财政部特别委员会（Treasury Select Committee）的调查中，安迪·霍恩比没有对该行的奖金制度做任何辩护。

毫无疑问世界上很多银行的奖金制度被证明是错误的……如果仅仅因为短期现金增长就获得奖励，而且奖励方式是大量短期现金形式的奖金，却不考虑他们的决策在未来三到五年来看是否正确，那么这种激励机制就不是在激励正确的行为方式。（Treasury Committee,2009e，第14页）

在巴克莱银行，奖金基于个人的业绩表现，且“主要取决于条线经理的判断”（Salz，2013，第140页）。这就创造了一种不恰当的文化，鼓励员工“追随自己的经理”而不去质疑其决策。更严重的是，“在实际业绩评估中鲜少提及风险和控制机制，在整体业绩评测中通常也没有明确规定其权重（Salz，2013，第156页）。同样，在瑞士银行，奖金机制鼓励交易员就资产负债表上持有的更高风险的夹层抵押债务凭证记录其短期利润，因为“薪酬结构几乎不会去识别风险问题或风险调整”（UBS,2008b，第42页）。在瑞士银行，从2000年到2006年，奖金平均占员工薪酬的64%—70%（Treasury Committee，2009e,第11页）。约翰尼·卡梅隆告诉我们：

> 事后回顾，我可以看到银行的薪酬到底发生了什么变化，那就是薪酬或多或少地随着杠杆上升而上升。从20世纪90年代初一直到2007年，我们都提升了杠杆，也赚了越来越多的钱。我们在可以获得更高薪酬的同时也给予股东很可观的分红。显然，事实更为复杂，但也没有复杂太多。（访谈，2013年4月18日）

奖金支付的结构反映着市场压力的强度。高管层辩称没有其他方式留住重要员工，只能将奖金与银行短期收益挂钩。高管层相信他们正在有效地控制和分散风险。但他们也相信，鉴于所面对的市场压力和激励机制，他们几乎别无选择，只能这么做。

董事会的核心职责包括保护股东长期利益、合理质疑管理层、制定长期业务战略等。但在危机发生前的几年间，几乎没有证据表明董事会对高管层执行的战略表示过质疑。大卫·沃克爵士（Sir David Walker,2009,第53页)在对银行公司治理的评论中，强调了董事会中非执行董事“未能就重大事项向管理层提出质疑，他们的角度应不同于相对更关注逐条流程的传统角度”。

2003年，金融服务局（2011，第233页）曾警告苏格兰皇家银行，“首席执行官所倡导的带有挑衅性的管理文化”阻碍了董事会对战略进行有效的质疑。事实上，在这段时间，金融服务局要求与各董事会成员召开单独会议，并聘请了外部公司对该行治理标准进行调查（Martin，2013，第218页）。

但这种文化并没有改变。在对苏格兰皇家银行失败的调查中，金融服务局发现董事会“不能清晰识别并应对跨业务部门的风险积累，因此未能恰当评估银行的整体风险敞口，最终在市场大幅下滑和资产价格崩塌时脆弱不堪”。正如约翰尼·卡梅隆所说，董事会积极支持苏格兰皇家银行的扩张：

> 股票市场似乎在说，去干吧。每个人都在说，去干吧。董事会也在说，去干吧。董事会非常支持高管层。在我供职苏格兰皇家银行期间，无论是进入董事会之前还是之后，董事会的观点都是，我们和你在一起，我们支持你，约翰尼。就是这种感觉。（访谈，2013年4月18日）

古德温的继任者，首席执行官斯蒂芬·海斯特（Stephen Hester）在回顾那段时间时认为，“很多人都认为古德温未受到董事会或是监管人员的太多约束。如果没有受到太多质疑，任何人在经过一段时间后都很难做出正确的判断”（Martin，2013，第296页）。

和美国的情形不同，英国各银行的首席执行官并不担任董事会主席。但这种架构设置并不能确保独立性。卡梅隆表示，苏格兰皇家银行由于首席执行官古德温和董事会主席汤姆·麦基洛普之间强有力的关系，董事会的作用受到限制。巴克莱银行的情形与此类似，萨尔斯（Salz，2013，第105页）总结道，“董事会有时也对管理层的保证有更大的质疑，比如涉及‘行业问题’或者是已经被监管者知悉的事项。管理层的保证毫无疑问是建立在良好愿景之上的，但这并不能总是成为不采取更紧急措施的合理基础”。

瑞·普曼（访谈，2013年4月16日）描述了与哈里法克斯银行合并之前的老苏格兰银行和合并后的新哈里法克斯银行之间巨大的文化差异，合并前的苏格兰银行董事会定期实施“对高管层进行相当严格的质询流程，尤其是对大额贷款提议”。瑞·普曼引用了一位前董事的话：“史蒂文森（Stevenson，哈里法克斯银行的董事会主席）没有看到对高管层进行仔细质询的意义……长此以往你会看到日益膨胀的过度自信：我们发放贷款且未出过问题。董事会失去了质疑的习惯。”（Perman，2013，第97页）哈里法克斯银行的集团风险负责人彼得·希克曼（Peter Hickman）告诉英国议会银行业标准委员会（Parliamentary Commission on Banking Standards，2013a，第30页）：“我们正常的预期就是董事会

总是会批准管理层的各项业务计划。”他还说他已经想不起来在他就职于银行期间，董事会对任何决策做出过重大调整。

为什么非执行董事未能质疑银行的战略呢？最显而易见的解释便是，非执行董事人微言轻，不能也不愿去质疑那些也居于董事席位且负责银行日常经营的执行董事。在苏格兰皇家银行，17位董事会成员中有7位是执行董事，包括集团首席执行官（弗雷德·古德温）、集团财务总监、公司市场首席执行官，以及苏格兰皇家银行美国区主席。在哈里法克斯银行，14位董事会成员中有7位是执行董事，包括集团首席执行官（安迪·霍恩比）、公司银行负责人（彼得·康明斯）、集团财务总监，以及苏格兰银行的资金部主管。在巴克莱银行，15位董事会成员中有6位是执行董事，包括集团首席执行官（约翰·瓦利）、巴克莱资本的总裁（鲍勃·戴蒙德）、集团财务总监，以及全球零售和商业银行的首席执行官。非执行董事也许占据了董事会的多数席位，但是不同于执行董事，他们必然缺乏对银行日常经营细节的了解。

快速的人员流动加剧了结构上的这一缺陷。2007年，苏格兰皇家银行10位非执行董事在董事会中的平均任职年限是4年。而在哈里法克斯银行，8位非执行董事在董事会中的平均任职年限仅略超过2年。普曼（2013，第111—112页）发现，关于履职年限限制的规定意味着非执行董事的任职大多较短，不足以“去经历从巅峰到谷底的完整商业周期”。前劳工部长、现任某私募股权公司董事的麦纳斯勋爵（Myners，2008）表示，非执行董事不愿去质疑执行董事的现象反映了他们对于银行业和金融业缺乏经验与了解：“一个典型的银行董事会就像是杰出优秀人士的退休之家，有行业里退休的能人，有失权的政治家，偶尔也有志愿组织的人员。因此，董事的人选更可能出现在《戴布瑞特贵族年鉴》（Debrett's Peerage），而不是报纸的城市版面——即使这曾经是一种很好的选择，但现在已不是。”

的确，非执行董事中只有一小部分人拥有在银行或者其他金融机构

的直接工作经验。2007年，苏格兰皇家银行10位非执行董事中只有4人有银行工作经验（RBS，2007a，第92—93页）。在哈里法克斯银行，8位非执行董事中只有1人有银行工作经验（HBOS，2007a，第112—113页）。在巴克莱银行，9位非执行董事中只有3人有银行业从业背景（Barclays，2007b，第128—129页）。2010年，巴克莱银行决定未来非执行董事中半数要有银行或金融从业经验，这似乎也是巴克莱银行对过往错误的承认与纠正（Salz，2013，第100页）。乔·道森（2012）说："事后来看董事会成员要是拥有更多的银行业经验以及更详细的经营管理信息，情况也许会变得更好。"不过，非执行董事中也有拥有丰富商业经验的人。在哈里法克斯银行，非执行董事们的历任职务包括康帕斯跨国集团（Compass Group）的首席执行官、手机仓库集团（Carphone Warehouse Group）的首席执行官、红咖啡（Café Rouge）的创始人兼首席执行官、美国银行的对公业务司库、渣打银行法律合规部的负责人。非执行董事是否拥有足够的银行和金融从业经历可能最终并不是一个重要的问题。问题在于，相比于没有相关背景的非执行董事，拥有银行和金融背景的非执行董事也未能对银行战略提出更多的质疑。

非执行董事不仅受制于执行董事的存在、相对低频率的会议，以及由于需要批准大量单项决策而导致的紧张议程，几乎没有留给他们思考的机会。普曼描述了平均一年仅开10次会的董事会所面临的压力：

> 庞大的对公部门向董事们提交大量厚厚的报告，描述现在发生了什么，报告每个月各贷款行业的贷款基础数据。当然还有存款、批发融资等……你可以想象哈里法克斯银行的报告可能有两英寸厚，没有机会去审阅并交叉质询银行的逐笔交易。你只能匆匆浏览那一堆文件，在一天内做出决定，然后再继续。（访谈，2013年4月16日）

在向英国议会银行业标准委员会作证时（Parliamentary Commission

on Banking Standards，2013c，第333页），朱利安·弗兰克斯（Julian Franks）教授表示：

> 银行是很复杂的，如果你认为可以通过调整董事会来解决这些问题，这是一个巨大的错误。你需要结构性的变化。我们可以改善董事会，但不能过分关注并将其作为阻止问题发生的手段……大型银行是非常复杂的机构，我现在逐渐认为，银行董事会没有足够的信息来尽早发现问题。关于欺诈、不当销售以及过高杠杆率的问题都告诉我们，即使拥有最好的董事，一些银行也过于复杂，以至于董事们无法得心应手地管理好这些银行。

英国最大型银行的规模和复杂程度也是阻碍有效管理的重要制约。在21世纪头10年，英国最大型银行的总资产大幅增长。在苏格兰皇家银行，总资产从2000年的3090亿英镑增长到2007年的1.9万亿英镑，这个数字已经超过英国的GDP。在巴克莱银行，在相同的时间段，总资产从3070亿英镑增长到1.2万亿英镑。在哈里法克斯银行，总资产从2350亿英镑增长到6660亿英镑。2007年，苏格兰皇家银行在53个国家经营，巴克莱银行在51个国家经营。苏格兰皇家银行集团通过8个主要的子公司经营（RBS，2007a，第69页），但拥有1300多家注册子公司。国会委员会在报告苏格兰皇家银行的失败时总结说，高管层“甚至都没有能力理解某些业务的风险，更别说管理了”(Parliamentary Commission on Banking Standards，2013a，第31页)。苏格兰皇家银行的高管层似乎对本行的市场敞口经常完全不知情。2005年8月，苏格兰皇家银行美国区的主席拉里·菲什（Larry Fish）向投资者保证说：“我们不开展任何资本市场的交易业务……也不做次级贷款”（RBS,2005，第28页）。2006年2月，弗雷德·古德温坚称：“我们一贯对于资产负债表上的资产类业务采取非常保守的态度，我认为我们会一直保持下去。”（RBS，2006b，第30页）回过头可以清楚地看到，这些言论看上去非常虚伪。截至2008年，苏格兰皇家银行持有335亿英镑由美国政府担保的住房抵押贷款支

持证券，其中50亿为“优质”（prime）住房抵押贷款支持证券，11亿“不合格”（nonconforming）的住房抵押贷款支持证券，18亿次级住房抵押贷款支持证券（RBS，2009，第185页）。但是，正如约翰尼·卡梅隆所说，这仅仅是苏格兰皇家银行整体业务的一小部分，不是“应该担心的问题”（访谈，2013年4月18日）。

霍尔丹表示，英国以及其他那些最大型银行就是太大而难于管理：

> 我在危机中没有看到任何会改变我观点的事情，那就是世界上最大型银行的规模、业务范围以及复杂度使得合并报表层面的风险难以得到有效管理……所以事实就是，没有一家大型银行躲过了过去4—5年的危机。每家机构的风险管理在某种程度上都发现了欠缺，风控的欠缺有时危及机构生存，有时危及个人的职业生涯。我对自己的判断越发自信……那就是对于世界上最大型银行而言，基于其现在的规模和复杂度，实在是太大而难以管理，当然也是太大而难以进行有效的风险管理。（访谈，2013年5月9日）

约翰·威克斯（John Vickers）爵士对英国议会银行业标准委员会说（Parliamentary Commission on Banking Standards，2013c，第114页），“管理的复杂性以及银行高层认知不足”是一个“巨大的问题”。默文·金持有同样的观点。

> 如果我们在危机之前围着桌子做一个讨论，你说，“我们现在有点担心银行太复杂太大。让我们选择四个我们真正信任的人进花旗银行，他们肯定会知道发生了什么”。我们也许会说，“让我们首先选择前美国财政部长、曾经执掌过高盛公司的鲍勃·鲁宾；然后是曾创建花旗集团的精明交易员桑迪·威尔（Sandy Weill）；接着是世界上最受尊敬的经济学家之一、原国际货币基金组织的二号人物、现任以色列银行（Bank of Israel）的核心领导斯坦利·费希尔（Stanley Fischer）；最后便是经历了新兴市场每一次债务危

机的比尔·罗兹（Bill Rhodes）”。我认为我们都会真心觉得再难找到更好的人选，“然后，让我们静观其变”。但他们也不能看出究竟发生了什么。我认为这说明这些机构就是规模过于庞大且过于复杂，没有人可以天才地知晓究竟发生了什么……这些机构变得实在是太过于庞大了。（Parliamentary Commission on Banking Standards，2013c，第115页）

外部治理

如前文所述，银行的首席执行官身处等级极其森严的治理架构之中，但对他们的权力却几乎没有有效的制衡。而在银行自身的界限之外，机构投资者、外部审计人员，以及至关重要的监管部门，共同为银行提供了一个支持性的制度环境，很少会质疑银行的决策。《沃克报告》（Walker Review，2009，第71页）评价道，“在此次危机之前，机构投资者和市场对银行扩张资产负债表普遍持默许态度……这是提升净资产收益率的方式”。苏格兰皇家银行94%的股东投票支持收购荷兰银行的宏大计划（Martin，2013，第249页）。大的投资者注重短期利益，并不想与银行发展长期关系。霍尔丹（2011，第12页）表示，以英国银行为例，投资者持有银行股份的平均时长从1998年的三年下降到2008年的少于三个月。因此，非执行董事和最大股东之间基本上没有任何接触（Lord Myners，访谈，2013年4月7日）。在所有权经常变化的市场中，股东们的首要利益就是短期利润最大化。机构投资者不但不会对银行高管层进行制衡，反而鼓励银行高管层去追求高增长的战略。苏格兰皇家银行主席汤姆·麦基洛普爵士在2009年告诉财政部特别委员会：

根据我与银行以及之前所供职企业的机构投资者相处的经验，毫无疑问，很少有投资者不希望公司增长，去实现更多的收入或者更丰厚的分红。这本应如此，他们总会推动机构有更好的业绩，我

并非责怪他们。我认为大多数机构投资者的主旨都是增加分红，回购股份，返还资本，而不是非常高效地运用资本开展资产负债表内各项业务。（Treasury Committee，2009a）

而那些本应检查并鉴证银行账目的审计人员也没能提出重大关注。瑞·普曼表示，审计人员处在一个非常不公平的地位，因为要他们去挑战的经理人正是给予他们审计合同的人：

我认为这是一个问题，而且在危机中已经充分表露，那就是审计人员实质上是为管理层工作的。从技术上来说，他们代表股东审计账目，也是由股东投票决定外审开支以及是否继续聘用某外审机构。但常见的是，股东会投票形成一致决议，让管理层去确定审计人员的报酬。事实上，审计人员为管理层工作，也是管理层向股东建议是更换审计人员还是继续聘用他们。（Perman访谈，2013年4月16日）

2000年，苏格兰皇家银行改聘德勤为其开展外部审计。截至2008年，这份合同每年为德勤带来3000万英镑的收入。不仅如此，在2008年，德勤还为该行提供税务咨询和公司财务等服务，这些非审计业务的收入为2000万英镑（Martin，2013，第233页）。麦纳斯勋爵对审计人员的工作做出了极低的评价：

我曾见过四家大型银行审计委员会的主席。坦白说，几分钟的谈话就清楚表明，他们履职自带的唯一专业技能就是："我不理解所有的细节，但我从业时间足够长，可以分辨出一个人是否对我坦率；我可以从他的眼睛中看出我是不是得到诚实的回答。"这是很可悲的。（访谈，2013年4月7日）

外部审计人员有权直接向监管机构报告其任何审计关注。2011年，

上议院经济事务委员会（House of Lords Economics Affairs Committee）的报告指出，英国金融服务局与北岩银行和哈里法克斯银行的外部审计人员没有开展过任何双边会谈，与苏格兰皇家银行的审计人员也仅有过一次会谈（Martin，2013，第224页）。

针对银行业的快速增长以及对更高利润的追求，监管机构也几乎没有采取任何行动去抑制这种趋势。英国金融服务局于1997年由工党政府设立，履行对单个银行的监管职责。英格兰银行负责整体金融稳定，财政部在其中起协调作用。相较于之前饱受诟病的伦敦金融城的自我监管体系，金融服务局的设立成为国家权力的重要延伸（Moran，2003）。尽管金融服务局依法有权要求机构披露市场敏感信息，对银行实施罚款，甚至暂停银行业务或吊销银行牌照，然而，金融服务局的日常运行基于一个坚定的信仰，即市场以及市场竞争是最有效的监管工具，可以相信银行管理层能管理风险，保护股东以及整个金融城的长期利益。引用恩格伦等人（Engelen，et al，2011，第10页）精彩的表述："金融服务局就像一个壮观的波将金村庄（Potemkin village）[注]：在令人印象深刻的表象后面，它还是听从市场上的精英。"此外，英国《2000年金融服务和市场法案》（Financial Services and Markets Act of 2000）明确提出，金融服务局应推动"金融服务业的国际化特色，保持英国的竞争优势"，因此金融服务局还要吸引海外银行和海外投资的进入。金融服务局"柔性"的"原则性"的监管方式有可能进一步简化成"怎么做都行"的哲学，用前英国财政大臣阿里斯泰尔·达林（Alistair Darling，2011，第318页）的话说，这激励了"一种懒散监管的文化，一种监管机构和董事会都乐于视而不见的氛围"。

引用特纳勋爵（Turner，2009b，第88页）的话，这种监管机制"被当时坚信市场自我纠正功能的观念所强化"。后来，特纳（2011，第4页）再次谈到这种监管机制："在危机之前，至少在金融经济学领域，简化版的均衡理论和复杂的量化风险管理模型是多么盛行、多么过度自信，这都是惊人的，前者将市场完全性视为解决任何问题的手段，后者

将脱离哲学认识的复杂数学模型视为有效风险管理的关键方法。”大卫·沃克爵士也表示，金融服务局只是“这种思想环境的受害者之一。他们认为市场具有内在的稳定性和高效率。当然，我们中的大多数人当时也是那么想的，不过事后证明这是完全错误的”（Treasury Committee，2012b，第24页）。在对苏格兰皇家银行失败的调查报告中，金融服务局承认，在危机之前，金融服务局的运作显然基于一种监管哲学，即“只要有可能，就应该由机构的高管层去确保对风险的良好管控”。危机之后，金融服务局的前首席执行官赫克托·桑特（Hector Sancts）表示,“在危机发生之前，主流的氛围就是市场的确最了解”（Farlow，2013，第314页）。

金融服务局的监管者的确实施了对单家机构的监管，收集机构市场敞口数据，确保机构拥有值得信赖的内部风险管控体系，确保机构向投资者披露了适当的信息。但是，迈克菲勒密（McPhilemy，2013）指出了其中最明显的悖论，“柔性”的金融服务局竟然以二级立法（secondary legislation）的形式编写了一本多达8000页的复杂的监管手册。其结果就是将监管变成了肤浅的“逐项核对”的操作（Treasury Committee，2012a，第87页）。金融服务局的监管者没有能够后退一步，思考银行业务模式的可持续性。麦纳斯勋爵在描述其曾任职某大型私募公司董事的经验时，回忆道：

> 我们注册在百慕大群岛，且在百慕大有一个受金融服务局监管的子公司。每年，我们要向金融服务局提交大约10亿个数据。我过去在想，他们如何处理这些数据信息？我们提供了海量数据，他们怎么才能获得有意义的信息。在我担任该公司主席的大约三年间，金融服务局的监管者从未询问我，“主席，你怎么看待你所处的这个市场？你对目前的风险定价是怎么看的？你怎么应对竞争对手的行为？你最焦虑的是什么？”而这些才是你期待的接触，一种称职的监管者与银行或其他被监管机构高管层应有的接触。但金融服务局并不这么看。他们纠困于数据和琐碎细节之中——似乎在机制上

就没有能力看到重大的事项。（访谈，2013年4月7日）

约翰尼·卡梅隆曾向我们回忆起在苏格兰皇家银行一段相似的经历：

> 金融服务局的监管深度不是问题，他们常常触及特别细节的层面。但问题是他们能够看得多高多远。回头看整件事情，事实就是我们的杠杆率太高，不管从资本角度，还是从体现我们融资来源的具体存贷比指标角度来看都是如此。这就是最终出错的症结所在，融资……在某种程度上比资本显得更为重要。但我不记得有任何人对我们说过，你确定你对银行批发融资的整体情况感到安心吗？（访谈，2013年4月18日）

银行高管层和市场分析师都没能意识到，机构的复杂性、杠杆度以及对批发融资日益增长的依赖已经积累成为系统性风险。监管者也未能弥补这一认知上的不足。金融服务局现在认识到，审慎监管者没有充分地评估并质疑核心战略决策和业务模式风险。凭借事后回头看的优势，默文·金（Parliamentary Commission on Banking Standards，2013c，第416页）指出："不必通过复杂的监管报告，很容易就可以看到银行体系的资产负债表在5年内几乎翻了三倍，杠杆率已经达到50甚至更高。事实上，对细节的痴迷反而阻碍了对全貌的把握。"正如第三章所述，苏格兰皇家银行对荷兰银行的收购正是苏格兰皇家银行最终爆发危机的重要节点，但金融服务局在执委层面却没有就此展开任何讨论（2011，第180—181页）。事实上，在2006—2007年，金融服务局不但没有采取行动抑制银行扩张，还允许苏格兰皇家银行、北岩银行以及哈里法克斯银行减少资本缓冲。（Martin，2013，第248页）

因此，金融服务局更关注单家银行资产负债表的质量而非金融体系整体的风险水平。特纳（2009b，第84页）承认在2007—2008年之前，

未能意识到采取更宏观的监管方式的必要性，即现在称之为“宏观审慎”的监管方式，这是一个致命缺陷：

> 以下的归纳总结并非不公平。基于通货膨胀目标，英格兰银行主要关注货币政策分析……金融服务局过分关注单个机构监管，对更大的行业及系统性风险关注不足。宏观审慎分析这一重要行动，以及对宏观审慎工具的界定和运用则落在了单个机构监管和系统性风险防范两者之间。用负责金融稳定的前英格兰银行的副行长保罗·塔克（Paul Tucker）的话来说，问题不是监管重叠而是“监管真空”。

在2007—2008年危机以前，金融服务局极少表达过对金融稳定的担忧。在2005年《金融风险展望》（Financial Risk Outlook）的发布会上，金融服务局主席卡勒姆·麦卡锡（Callum McCarthy)爵士表示经济增长会继续支撑金融稳定。2006年1月，金融服务局的确表示出对低利率可能导致的金融机构风险定价过低的担忧，并要求机构对其资产组合开展严格的压力测试。但金融服务局的总体判断是“我们的宏观经济环境是经济和金融的持续稳定”（2006），必须在这一背景下看待金融服务局的担忧。2007年1月，金融服务局（2007）认为，“无论在英国还是海外，未来18个月我们将面临的业务经营环境可能比过去几年更富挑战性，这导致了风险的上升”，同时金融服务局警告市场防范“无序”调整的可能性。但是，由于金融服务局评估认为“我们的核心经济情景是相对温和的经济环境和金融稳定，这也是市场的普遍预期，因此金融服务局所表达的担忧的严重性也就自然削弱了”。2007年6月，金融服务局负责监管批发性机构的托马斯·韦尔塔斯（Thomas Huertas）告诉罗伯特·佩斯顿(Robert Peston)（Peston and Knight，2013，第18—19页），“主要金融机构资本充足。它们的收益非常强健，只要不发生较大的经济衰退，这些机构都能比以前更好地抵御经济冲击”。

金融服务局的缺陷遭到各方面尤其是媒体的嘲弄，2013年金融服务

局被拆分。由英国央行新下设的一个审慎监管局（Prudential Regulatory Authority）代替。回头来看，金融服务局的运作显然受到严重的制约。金融服务局的员工数量相对较少。例如，负责监管哈里法克斯银行的团队只有1名经理和5名成员，同时还要监管其他两家小型零售银行（Parliamentary Commission on Banking Standards，2013a，第27页）。金融服务局负责监管苏格兰皇家银行的团队只包括1名经理和6名成员（Martin，2013，第219页）。2006年，金融服务局决定将苏格兰皇家银行投资银行的监管与该行其他部分的监管相隔离。伊恩·马丁（Iain Martin，2013，第219页）引用了一名董事会成员的话："我真的认为，金融服务局并不明白苏格兰皇家银行虽然是一个零售银行，但是其中却包含着一个迷你的、其实并非特别迷你的小高盛。"金融服务局的主席赫克托·桑特告诉财政部特别委员会（Treasury Committee，2012b，第26页），"自从我2007年夏天继任以来，金融服务局监管人员的数量和质量，监管遵循的流程和理念都是不够的……我们几乎没有投资银行领域的专业技能，对风险分析的专业技术也很有限"。此外，金融服务局还承受着减少英国银行业监管负担的巨大政治压力。2005年5月，英国首相布朗（Farlow,2013，第313页）称赞金融服务局"不仅是柔性监管更是有限监管"，"无正当理由不需填表，无正当理由没有信息报送要求"，布朗进一步表示：

> 风险为本的监管方式有助于我们远离一个陈旧的假设——一个自维多利亚时期初次对银行业立法以来就存在的假设——那就是如果没有监管，银行一定会不负责任地开展业务。但更正确的观点是，银行本身想要负责任地开展业务。对银行而言，客户和投资者的口碑比监管更重要，柔性监管所支持的透明度也许比高压手段更有效。（Farlow，2013，第313页）

2005年末，在回应首相布莱尔关于监管标准的询问时，金融服务局主席卡勒姆·麦卡锡爵士向首相保证，英国对最大型银行的监管仅仅是

美国监管者对同等规模银行监管的一小部分。2006年6月，财政部经济事务秘书艾德·鲍尔斯（Ed Balls）告诉银行家,“我们必须始终使英国的监管体系处于前沿地位且是世界上最好的……任何时候我们都将会采取风险监管的原则体系，而不施加不必要的行政负担”（Treasury Committee，2012b，第13页）。金融服务局（2011，第29页）在分析苏格兰皇家银行失败的报告中提到，“如果金融服务局在危机出现最初征兆之前（即2007年夏天前）就采取现在看来合适的措施，在当时却可能遭遇大量的投诉，抗议金融服务局施加了严厉的、不必要的监管举措”。同样，默文·金（Kirkup，2009）表示任何监管者如果尝试说服政治家说英国银行监管不足，他都会面临一个“异常艰难的任务”。瑞·普曼（访谈，2013年4月16日）告诉我们，“银行喜欢向首相汇报，向财政大臣汇报，向任何能听得进的人汇报”，如果金融服务局对某家银行的行为提出质疑，他们经常会被告知，“我们不想让这些人离开英国市场，去法兰克福、纽约或是香港”。

英国银行和工党政府关系的维系源于银行对政治选举的资金支持，也源于政府任命一些资深银行家到金融服务局和政府各委员会任职。截至2010年，对保守党的现金资助有近50%来自金融服务部门（Syal，Treanor and Mathiason，2011；亦可参见Engelen，et al,2011，第145页）。现在我们知道，政策制定者应该投入更多精力去质疑金融业的增长会不会适得其反，更不用说是不是可持续。但不难看出，当时在任的政治家不仅仅对银行创造的税收收入痴迷，也痴迷于英国似乎拥有比较优势的蓬勃发展的神秘“新”经济。“政府从高税收中受益，从而能够增加对学校和医院的公共开支。这就一定会产生一种抗拒监管的心理。在很大程度上，这是一个由错觉而非成效激励形成的循环。”（Besley and Hennessy，2009，第2页）

在2007年北岩银行倒闭之前，金融服务局的监管记录一直较差。在2007年之前的几年间，英国央行也对金融稳定发布过一系列更为细致的深度报告。但其最终也未能预测到银行业危机的发生。英国央行2006年

的《金融稳定报告》指出了英国银行体系的六大“脆弱性”：过低的风险溢价，主要经济体之间巨大的金融失衡，迅速的再杠杆化和对公司风险的定价过低，英国家庭部门的高负债，大型、复杂性金融机构日益扩张的资产负债表和高风险偏好导致的系统重要性升高，英国金融机构所依赖的市场基础设施以及用于清算、支付结算和金融交易的公共产品可能在危机中遭到破坏。英国央行表示，已经对这些脆弱性进行了压力测试，“与之相关的损失规模”可能是“巨大的”（Bank of England，2006，第10页）。这些担忧在英国央行高层官员的演讲中也得到印证。早在2004年1月，英国央行副行长安德鲁·拉奇（Andrew Large，2004，第4页）就指出了金融稳定的问题，它们是由“集体行动，有时是非理性行为的动能”造成的。2005年，拉奇表达了对金融稳定缺乏明确目标和举措的担忧。拉奇的继任者约翰·基弗（John Gieve，2006b）认为伦敦金融城的奖金文化推高了杠杆率。当年晚些时候，负责金融稳定的执行董事奈杰尔·简金森（Nigel Jenkinson，2006）曾警告，商业地产的价格上涨是不可持续的，任何突发的崩盘都会危及金融稳定。简金森（2007）充分论证了美国房地产市场的下滑暴露出英国银行风险评估流程的缺陷。

然而，直到2007年北岩银行事件爆发之前，英格兰银行并没有发布任何关于金融稳定的清晰警告。2012年，默文·金在一场公开道歉中承认，当英国央行“警告金融市场对风险的低估时”，并没有“想象到即将发生的灾难的程度”（King，2012，第5页）。根据英国央行货币政策委员会成员凯特·巴克（Kate Barker）所述，“金融稳定是央行相对不重视的部分”，默文·金最初对金融稳定并不“非常感兴趣”（Irwin，2013，第7页）。英国央行的官员未能有效履职，识别出金融体系的脆弱性，因为他们与大多数银行高管层和市场分析师持有相同的观点，即银行风险管理体系是有效的，证券化使银行能管理好自身的资产负债表风险。安德鲁·拉奇（2003）表示，市场有效应对了长期资本管理公司的倒闭以及“9·11”恐怖袭击等危机，这说明“金融创新事实上增强了金融体系的灵活性和韧性”。约翰·基弗（2006a，第4页）表示，“传染性危机爆发的可

能性已经下降”，因为风险已经分散到大量公司中。与此类似，默文·金（2007）也认为：

> 银行通过资产证券化，已经从传统的发起并保留信用风险的模式转变为信用风险分散于大量投资者中的新模式。因此，风险不再集中于少数受监管的机构，而是传导至整个金融体系。这是一个积极的进展，因为它减少了传统银行业的市场失败——由于非流动资产与流动负债之间的错配。

在复杂度惊人的银行体系里，界限清晰的各组成部分在危机中可能相互影响，对于这种互动方式，央行官员也未能提前识别。安德鲁·霍尔丹描述了风险因素如何以乘数效应而非加法效应累积：

> 我认为我们最失败的地方也许就是我们未能将识别出的单个脆弱性结合起来考虑。如果没有特别有力的理由，我们会单个考虑这些脆弱点，要么这个出问题，要么那个出问题，或者另一个出问题，但我们从来没有认为在同一时刻它们会都出现问题。更糟糕的是，这不是一个简单加总的问题，如果风险1出问题，风险2出问题，风险3也出问题，你所得到的就不只是1加2加3，因为它们相互强化，具有放大效应，并且加重了不可知的感觉。当良性循环变成恶性循环，相互作用的结果从增强稳定性变成加剧不稳定性。这就是风险聚合的问题，这是我们大多数人在评估风险时所犯的错误。（访谈，2013年5月9日）

本章小结

在金融危机爆发前的几年间，美国和英国的最大型银行都录得了极高的利润。2007年，巴克莱银行宣布税前利润为70亿英镑，苏格兰皇家银行99亿英镑，哈里法克斯银行54亿英镑。戈登·布朗（2007）称赞伦

敦金融城是一个“高技术含量、高附加价值、高级人才驱动的行业典范，表明英国屹立于全球竞争之上”，英国需要更多像银行家们所体现出的“活力、原创力和远大抱负”。美国金融业的利润从1980年仅占各类公司利润的15%上升到2006年的27%（FCIC,2011，第ⅹⅶ页）。在长期持续的金融乐观主义中，美国资深经济学家罗伯特·卢卡斯（Robert Lucas,2003）表示，“防范衰退的最核心问题已得到解决”。银行高管层、市场分析师、机构投资者、监管人员以及政治家都相信“这次是不一样的”（Reinhart and Rogoff，2009）：房价会持续上涨，风险管理工具帮助银行有效计量并控制风险；资产证券化减少了资产负债表的风险。根据戈登·布朗所述（2010，第19页），他在2008年之前，对金融稳定的担忧日益加剧，因此敦促加强协调，以全球性举措予以应对。他的继任者阿里斯泰尔·达林（Alistair Darling，2011，第3页）尖锐地指出：“很多人都声称预测到了即将发生的事情。但他们中的大多数人在当时却只字未提。”

在金融危机爆发前的10年间，英美两国经济的金融化导致各类新型系统性风险的产生。2006—2007年，当美国房地产泡沫破裂后，越来越多的英美以及欧洲银行、对冲基金、保险机构、共同基金开始宣布其表内持有或从他行购入的抵押贷款支持证券价值出现损失。这些损失本身是可控的。但是，正是那些曾经对高杠杆和AAA评级金融产品的长期价值毫无疑虑的市场投资者、分析师，以及评级机构，现在却开始大力唱空市场情绪未来的走向，以及银行资产负债表上金融资产的长期价值。银行管理层作为单个机构的最高领导，曾经再造了其自身所处的整个金融环境，现在却突然发现自己深陷一个由更低资产价值、更高融资成本，以及资本稀缺组成的恶性循环中，无法逃离。

但是，正如在第三章所述，虽然美国和英国的主要银行都受到此次金融危机的负面影响，但它们受影响的程度是不同的。在美国，富国银行始终保守地开展资产负债表内各项业务，摩根大通和高盛在金融危机前夕成功地退出市场或对冲掉大部分的损失。在英国，汇丰银行和渣打

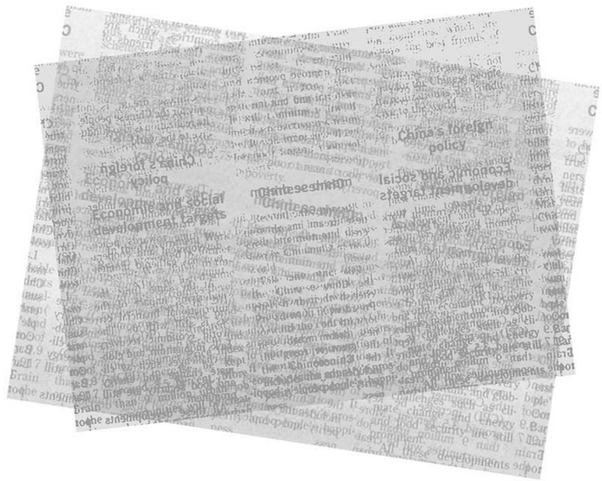
银行在危机来临时均处于相对强势的地位，在某种程度上，劳埃德银行在收购哈里法克斯银行之前也是如此。这些银行和雷曼兄弟、花旗集团、苏格兰皇家银行以及哈里法克斯银行都处于同样的制度环境中。但是，我们将在第七章继续分析，这些银行中的核心行为人对环境的解读是非常不一样的，因此各自制定的银行战略亦相去甚远。要解释英美两国国内不同银行间的差异，一个很重要的部分就是权威人物的能动性以及行为人所持观念的重要性。

---

1. 英国利兰，一家英国著名的汽车公司，全盛时期通过并购拥有世界上最多品牌，但由于各品牌各自为战、缺乏有效地统筹管理和设计创新，最终因经营失败而分拆解体。——译者注

2. 波将金村庄，1787年，在叶卡捷琳娜二世出巡因为俄土战争获胜而得到的克里米亚的途中，格里戈里·波将金在第聂伯河两岸布置了可移动的村庄来欺骗女皇及随行的大使们。在现代政治和经济中，“波将金村庄”指专门用来给人虚假印象的建设和举措。——译者注

第七章
幸存者



在美国和英国，受到竞争激烈的市场的强力刺激，银行会采取激进的增长策略来增加市场份额，提高净资产收益率并抬升股票价格，同时避免恶意的市场反应或收购。然而，并非所有的银行高管都屈从于这些市场压力。例如，2005年美国大型投资基金之一太平洋投资管理公司（PIMCO）宣布将逐步降低抵押贷款支持证券敞口。太平洋投资管理公司的董事总经理斯科特·西蒙（Scott Simon）在2005年的一次金融业会议上指出，“这一行业的道德风险非常之高……你要么采取最保险的方式，要么就铤而走险”（FCIC，2011，第190页）。正如第三章所述，为数众多的美国区域性银行，如美国BB&T公司，匹兹堡国民银行和美国合众银行均审慎地采取了低风险的银行经营战略，因此在经济危机中避免了严重的损失。其他金融公司，如拉扎德公司（Lazard）、布朗兄弟哈里曼公司（Brown Brothers Harriman）、艾弗考尔合伙人公司（Evercore Partners）和格林希尔公司（Greenhill）甚至从未参与过住房抵押贷款证券化业务。

然而，本书重点关注那些最大型银行。作家威廉·科汉，一位曾经的美国银行家，评论道：“人们将这些大型银行视为铁板一块，都具有相同的行为模式，但事实远非如此。”（访谈，2012年3月12日）一些银行遭受了金融危机的严重冲击，而其他银行得以成功躲避或逃离这场风暴。富国银行一直维持着保守的资产负债表，而摩根大通和高盛却对大量高风险证券敞口进行反向操作。英国最大的银行之一汇丰银行在其核心市场欧洲和亚洲采取了较为谨慎的策略，尽管此前收购美国家庭国际公司的错误决策导致其损失惨重。劳埃德银行在危机来临时还处于相对强势的地位，但后来因考虑不周，在2008年收购了哈里法克斯银行而惨败。渣打银行并没有过多地参与到西方金融市场中。2007年，该行只有7％的营业收入来自美洲、英国和欧洲（Standard Chartered,2007，第5页）。其大部分利润来自亚洲和非洲地区的个人和企业贷款，基本毫发无损地避开了危机。没有任何证据表明，渣打高管在经济繁荣时期曾考虑改变，或迫于压力改变自身的经营策略，进入高风险的证券化市场。因此，虽然很多其他银行在灾难中倒下，但渣打银行仍然存活在灾难的外围。

本章重点关注更为审慎的银行，这些银行与那些在危机中遭到重创的银行面对着同样的市场压力和监管体系。然而，这些银行的应对方式却完全不同。因此问题的分歧显然源于银行自身：源于银行内部对市场的评估、企业战略和企业文化。虽然我们认为市场激励和制度压力似乎在“奴役”着银行家，然而观念是其中关键的媒介。正如前文所述，只有那些作为市场“真正的信徒”的银行家们，才逐渐为市场所“奴役”。

在危机中幸存的银行有何不同？首先，那些能够带领银行逆市上扬并幸存下来的首席执行官和管理团队领导，他们的想法与那些遭受重创的银行领导者不同。前者非常了解市场压力的增加可以推动银行提高利润，但是更为关键的是，他们也意识到风险。他们对金融界以及如何在其中运作有着不同的想法。无论是出于个人经验还是天生的谨慎，幸存的银行均大力坚持谨慎的风险管理，他们认为金融繁荣终将结束，证券

化并未带来新的金融范式，高杠杆和对批发融资的高度依赖是风险的主要来源。

其次，那些对于银行业持有更谨慎观点的行为人如果要将其观点付诸实践，也需要获得相应的职权和支持。正如前文所述，风险经理在许多场合表达了他们的担忧，但他们的职权不足以引导银行的前进方向，尤其是当他们与那些更激进的高级经理意见相左时，常常会被边缘化甚至遭到解雇。更有甚者，即使是高级经理人提出质疑或拒绝违心的顺从，也难逃此番命运。以本书前文提及的摩根士丹利首席执行官裴熙亮为例，2005年大股东和高级管理人员因其“未能继续实现超额资本收益，未能保持与竞争对手相当的盈利增长率”（Group of Eight，2005a）而解雇了裴熙亮。我们也看到，花旗集团的查克·普林斯认为，若他认真质疑花旗抵押债务凭证的价值，他也得不到支持，甚至会被视为“疯子”。底线是，质疑市场的领导者需要权威，至少也需要其资深同僚的支持，以及在更大范围内的风险厌恶型的银行文化。正如本章所述，幸存银行的首席执行官和其他高级管理人员通常致力于促进这种银行文化：提倡谨慎的风险管理，不将增长、销售和季度盈利等目标凌驾于所有其他经营目标之上。此类银行还有一个特点，那就是更为“扁平化”的组织结构，员工们的交流更为开放和顺畅，更愿意分享彼此的观点，勇于挑战时下流行的假设和模型。

那些拒绝随大流的银行所面临的挑战是如何抗衡更大范围的市场和制度压力。金融危机爆发之前，市场分析师和激进的股东常常指责此类银行的高管层过度谨慎，不愿效仿其竞争对手而采取更为激进的经营策略。危机爆发后，摩根大通的首席执行官杰米·戴蒙，被政客和记者称颂为“最后一个站着的人”（D.McDonald，2009）。然而危机前戴蒙却曾因过度谨慎而遭到批评。倘若没有爆发这次危机，戴蒙甚至可能被排挤离开银行。然而，大多数幸存的资深银行家之所以能表现得更为谨慎而又没有被挤走，是因为他们工作的银行在无须再造其资产负债表的情况下，就已录得令人满意的利润。不同于危机爆发前压力较大的摩根大

通、汇丰和富国等银行因其大量存款业务和利润丰厚的优先级抵押贷款业务，而跻身市场前列。上述事实反映了这几家银行独特的市场定位和制度能力，其几代银行领导层经过努力成功获得了良好财务管理的声誉，这再次体现了银行企业文化的影响力。

摩根大通银行

2007—2008年市场价格的下跌，导致摩根大通银行的资产负债表上资产显著减值。但该行仍然处于强势地位，因为其在2006年就已经决定，开始大规模清理所持有的抵押贷款支持证券等风险资产，到金融危机爆发之时，该银行仅有少量住房抵押贷款支持证券敞口。和大多数其他顶级银行的首席执行官一样，摩根大通银行的杰米·戴蒙不说专横也是极富权威。然而，他与许多其他首席执行官的不同之处在于，他并非不审慎之人。正如《经济学人》杂志（The Economist,2010a）所评述的，“至高无上的掌权者和健全的风险文化有时是共存的”。戴蒙在2005年12月被任命为摩根大通的首席执行官，2006年12月又被任命为董事会主席，他一直遵循的原则就是“没有人有权否认经济周期的存在。每隔五年左右，你得设想可能会发生一些不太好的事”（转引自Tett，2009，第113页）。基于这一原则，戴蒙信仰并追求“堡垒般坚固的资产负债表”，实施审慎的风险管理策略以避免表外业务和风险过度集中。戴蒙意识到银行业正面临着结构性的压力。他（Dimon，2010）告诉金融危机调查委员会：“我们支持恰当的监管……我认为，对住房抵押贷款的监管是失败的，因为它基本上不受监管……我们深陷市场竞次的游戏中，如果你不降低收费，不在审批贷款时更为宽松，就将失去业务。”戴蒙也明白，交易员和管理者已彻底被市场繁荣带来的自信错觉所麻痹。“20年来，他们没有遭受损失……他们完全陷入了安全错觉中，因为没有发生损失……我们不得不写下来警示后人。”戴蒙还警告说，“市场压力如此巨大，要求银行不断扩张业务，最终银行只得督促

员工实现增长、增长、增长……这种压力可能会在各业务部门导致危险的后果，特别是投资银行等高风险、大波动的业务”（JP Morgan Chase，2007，第12—13页）。

戴蒙是个追求细节的人，而且有很强的业务把握能力。他在成为首席执行官后不久，就开始每天早晨花费几个小时去研究各部门负责人为其准备的详细账目，其中包括上月的关键数据。戴蒙认为，“你所承担的每一个风险都可以分解为最小的组成要素，这样就可以更好地去理解这些风险。其中所需要的无非是时间和精力”（D.McDonald，2009，第197页）。在2006年上半年的一次电话会议上，戴蒙告诉分析师，“开展业务时，必须预期到可能有晴天，有狂风暴雨，甚至可能是飓风……应当直面飓风可能带来的巨大危害”（D.McDonald，2009，2007）。

戴蒙还采用了一种有机整体的企业管理方法。他努力克服银行内部各部门间相互孤立的状况，促使高级管理人员共同加强沟通并交换意见（Tett，2009，第114页）。摩根大通的首席风险官巴里·朱布罗（Barry Zubrow，2010）认为，银行内部的信息交流是顺畅的，而且“也不存在由于层级制度而屏蔽信息的情况”。他讲述了这样一件事情：在他加入摩根大通后不久，便接到董事会风险委员会主席吉姆·克朗（Jim Crown）打来的电话，询问了一些信息。回答完所有问题后，朱布罗将此事告诉戴蒙，告诉他自己是如何回答克朗的问题的。“杰米看着我说：‘你为什么要告诉我这些’？我举这个例子，因为它充分说明了这家银行的文化，即董事会能够并且应该获得它所需要的任何信息，且员工应乐于与他们分享这些信息。”这个故事的有趣之处在于它不仅告诉我们关于摩根大通的文化，还关乎其他银行的文化。朱布罗显然认为这个故事值得记忆，他接着说，就他的经历而言，摩根大通的文化是“独一无二”的。

戴蒙还提高了摩根大通风险管理人员的薪酬、地位和独立性（Tett，2009，第115页）。银行每个部门的首席风险官都是部门执行委

员会的成员，并向集团首席风险官进行直线汇报；后者向董事会汇报，以确保风险管理“完全独立于交易部门或业务发起部门”。朱布罗认为，摩根大通的文化使得风险管理者对银行决策拥有否决权。“如果风险部门与银行其他部门的观点发生冲突……那么风险部门拥有51％的话语权，业务部门相应获得49％的话语权。就我个人经验而言，情况一直如此。”

戴蒙还力求确保风险管理不被视为一个孤立的决策主体。交易员和业务经理都要参加由风险部门组织的培训课程，而且高级管理人员需要参加风险部门的会议。戴蒙坚持认为，员工应该以真正全面的视角去看待风险。他宣称，“由单一部门履行风险管理职能是远远不够的”（D.McDonald，2009，第189页）。

戴蒙也留意不过于强调单一风险管理工具的作用，如风险价值。沃伦·巴菲特如此评价戴蒙：“太多的人过分强调统计模型的价值……但杰米不是。任何银行的首席执行官都必须是风险第一责任人……我们必须要有对市场可能发生的事情会感到真正恐惧的人。”（D.McDonald，2009，第232页）朱布罗（2010）描述了摩根大通如何由分析师利用风险模型，而由一个完全独立的小组来实施“模型验证”确保“明确的制衡”，以及怎样做到不让风险模型取代“管理层判断”。

摩根大通对于使用结构性投资载体等依赖短期资金的表外工具也持谨慎态度。高管层在20世纪90年代曾探讨过是否建立结构性投资工具网络，但最终决定不予采纳。2004年，比尔·温特斯（Bill Winters）成为摩根大通投资银行副首席执行官，他将摩根大通对其他银行的结构性投资工具的授信额度由120亿美元大幅削减至5亿美元。他曾表示，“我想不通为什么有人认为结构性投资工具是一个不错的主意”。（Tett，2009，第128页）

然而，摩根大通的记录并非完美。21世纪初，该行开始通过子公司大通家庭财务公司（Chase Home Finance），拓展其住房抵押贷款业

务。2005年，该行也开始搭建相关基础设施，以更充分地参与住房抵押贷款证券化和相关交易业务。然而，2006年戴蒙开始退缩（Tett，2009，第121页）。他参与了银行住房抵押贷款团队的一场讨论，该团队监测到2006年房价增速的下降以及住房抵押贷款违约率的上升。2006年10月，戴蒙告诉住房抵押贷款交易部门的主管比尔·金（Bill King）："我真心希望你特别留意次级贷款……我们得卖出大量头寸。我以前见到过这种事。一切都可能化为乌有。（Tett，2009，第143页）"几周之内，摩根大通售出了120多亿美元由该行发放的次级住房抵押贷款（D.McDonald，2009，第215页）。与此同时，戴蒙决定提高对新增公司贷款的授信标准。此外，该行还购买了信贷违约掉期，希望借此为其敞口提供保险。然而，一旦重大危机爆发，大型单一债券保险公司将面临突发性集中索赔，此时，信贷违约掉期究竟能够起多大的保护作用是一个很大的隐忧（Tett，2009，第127页）。20世纪90年代末，特里·杜洪（Terry Duhon），摩根大通信贷违约掉期团队的一员，开始对作为房贷保护工具的信贷违约掉期市场的兴起表示担忧。信贷违约掉期市场最初形成于商业贷款领域，其中企业信用风险数据易于获得。但借款人在住房抵押贷款市场的信用历史数据缺乏，这令摩根大通的分析师们感到不安。杜洪的主管，布莉斯·马斯特（Blythe Masters）认为，"住房抵押贷款的风险数据实在无从获得"（Tett,2009，第68页）。

危机爆发前数年，戴蒙和比尔·温特斯等其他高级管理人员逐渐相信，证券化业务的利润率与其潜在风险并不匹配。戴蒙回忆道，利润太薄，我们"无法获得与风险相应的足够利润"（Tett，2009，第140页）。2006年底，温特斯得出的结论是，"已不值得再在银行的账户上持有任何此类产品或承销此类产品。当时，抵押债务凭证的收益率仅比美国国债高2个百分点。而且，为对冲抵押债务凭证的风险，摩根大通需要购买信贷违约掉期，但信贷违约掉期成本在上升"（D.McDonald，2009，第210页）。温特斯顺利说服了戴蒙，该行开始退出抵押债务凭证的承销业务，同时出售了大部分该行当年发起的次级抵押贷款。"我很想说我们预见到了未来"，温特斯后来在提到住房市场的崩溃时说道，"但那

是个谎言。我们那么做只是因为看不到应有的回报。”（D.McDonald，2009，第213页）

戴蒙与他的高级管理人员沟通顺畅，而且信任后者的判断。但他们心中的问题是，为何这么多其他的银行对于市场繁荣的可持续性有不同的判断。摩根大通的领导层会不会错过了什么？随着2006年冬天的临近，戴蒙越来越担心。银行进一步强化了授信标准和风险对冲。但也有一些失误。当高级管理人员还在讨论公司战略的时候，有个部门抢先一步，购买了价值20亿美元的抵押债务凭证，该行2007年第四季度盈利因这些产品降低了约50%，减少了10亿美元。比尔·温特斯称此事为“完全失控”和“长久以来所犯的最大一个错误”（D.McDonald，2009，第236—237页）。

虽然犯过这样的错误，但摩根大通不愿轻率进入繁荣的住房抵押贷款支持证券和抵押债务凭证市场的事实还是挑战了银行的底线，尤其是在2005年到2007年初这段时间。该行的利润和股价表现均明显落后于更加激进的竞争对手。摩根大通的业务战略开始受到越来越多的批评。从2005年初到2006年中，该行的股价涨幅仅为7.7％，而同期高盛的涨幅超过44％。2005年摩根大通的净资产收益率只有7％，而花旗集团为21％，美林是14％。2006年，摩根大通在资产支持的抵押债务凭证的发行商中排名第19。分析师认为该行过于谨慎，该行一位经理称分析师的评价充满了“对固定收益收入的恶毒攻击”（D.McDonald，2009，第214页）。

> 据该行首席财务官迈克·卡瓦纳（Mike Kavanagh）回忆，投资者曾强烈要求银行给出一个理由，为什么他们应该继续持有摩根大通的股票，他们明明可以拥有“行业最佳”的竞争对手的股票，例如投资银行中的高盛公司或是信用卡公司中的美国运通……分析师们对这种只有公司成本在降低的股票逐渐失去兴趣。他们渴望收购，或是市场份额显著提高之类的大新闻。（D.McDonald，2009，

第208页）

然而，银行业危机爆发伊始，摩根大通谨慎的策略就被证明是完全正确的。“在之前的七年中，摩根大通的员工已经习惯了落后的感觉”，但到2009年，“他们突然变成了明星”（D.McDonald，2009，第215页）。不过，事实证明，没有银行能够对风险管理和内部控制问题完全免疫，2012年摩根大通在合成债务市场交易中发生了“伦敦鲸”事件，损失超过60亿美元，我们将在第九章中讨论这一事件。

富国银行

在美国的所有主要银行中，富国银行的抵押贷款支持证券敞口最低，在危机中遭受的损失最小。它的税前利润从2007年的169亿美元下降到2008年的25.9亿美元，后又大幅回升至2009年的110亿美元和2010年的99亿美元。富国银行的股价在2006年到2008年间仅下降了17％。富国银行发放了大量的住房抵押贷款，但主要集中于优质贷款和次级贷款业务，其发放的这些贷款均要求借款人能够证明其收入情况和工作状况。2004年富国银行发布了“责任贷款守则”（Responsible Lending Code），规定银行只有当贷款能为客户承受，且符合客户的最佳利益时才允许发放贷款。富国银行在自己的账户中仅保留了一小部分住房抵押贷款，其余大部分都出售给了房地美、房利美和其他大型银行。富国银行从住房抵押贷款客户的维护、服务和再融资中获利，这令它与客户能够建立持久关系，以利于其后续向客户出售其他金融产品。该行家庭和消费金融部门的高级执行副总裁马克·阿曼（Mark Oman，2010）表示，富国银行以一种传统简单的经营模式运行。“我们坚持长远眼光。从长远的角度为客户服务，并且希望服务客户一生。因此，我们并不认为这仅仅是一笔交易，在这笔交易中一次性赚取尽可能多的利润，而不去关心未来将会发生什么……我们希望同客户保持长期合作关系。”在2006

年底和2007年年初，该行高管发现住房市场存在隐患，因此暂停了富国银行的次级住房抵押贷款发放业务（Cohan，2011，第523页）。富国银行总裁兼首席执行官约翰·斯图姆夫（John Stumpf，2010）表示，“我们知道，狗可能不会永远都能打猎……这没有任何意义……这是一个即将爆发的灾难”。

在面对为何如此保守的质疑时，富国银行高管常常表示，该行历史悠久，具有规避金融过度（financial excess）的良好声誉，这是通过数十年的时间形成的。斯图姆夫指出：

> 当你想到富国银行，它在7月15日迎来了第158个生日……我们的文化十分关注各类业务的长期发展。我们追求长期结果。我们的投资人，包括其中投资额最大的沃伦·巴菲特，只关注长期发展。所以，潮起潮落……我们意识到潮流的变化，但并未受到蛊惑。我们坚持我们的愿景和价值观，坚持开展我们了解的业务。我要说的是，我们提供的是肉和土豆，如果你想吃金枪鱼派和茴香，就得去别的地方。

富国银行聘用了一个约6000人的风险管理“舰队”，此外，该行一直由区域负责人署名审批个人贷款，因而他们必须对自己的决定负责，而其他一些银行是由贷款委员会来审批的（Stumpf，2010）。风险管理始终都优先于市场份额和业务增长。

控制才是入场竞技的门票。在富国银行，如果回顾并描述银行准则，那就是控制、盈利能力和业务增长。业务若无法持久也不可能获得增长。先得将业务纳入控制范围之内，然后必须形成一个商业模式，证明该业务有利可图，然后才能获得增长（Oman，2010）。

富国银行还实施全面的风险管理，并从这一角度来看待公司业务的多样性。1998—2007年间担任富国银行首席执行官的理查德·柯瓦希维

奇（Richard Kovacevich，2010）告诉金融危机调查委员会：

> 我认为这要回到富国银行的商业模式，即有针对性地开展多样化的业务品种，并且分布在不同的区域，这样既可以分散银行自身的风险，同时也能够分散经济周期的风险。我们开展80多项业务……拉动我们这辆驿站马车不断前进。我们知道在任何环境下，某些业务可能做得很好，另一些业务可能做得没那么好。富国银行的原则之一是，你无须过度用力地推动……我们相信自己的商业模式，因为总有其他的业务增长可以补位。我认为现在仍然屹立不倒的银行都是多元化的银行。

在经济繁荣的时期，富国银行是否为它的保守付出过代价？富国银行的高管，包括阿曼（2010），显然相信他们确实付出了代价。

> 我们付出代价了吗？当然……我们损失了市场份额，而所剩的那部分市场份额盈利率相当低，因为……我们专注于自己的本行……按部就班……不像别人那么激进……诱惑当然存在……但我们成功地抵制住了这些诱惑。事后来看，我们那时很明智。可当时并不是这样的感受。投资人会问："为什么你们不做这些业务？"分析师也一直在问："为什么你们不做这些业务？"我们一直被诟病……不存在某种神奇的药水能让你总是做正确的事情，但我们努力忠于自己的愿景和价值观，最后成功了。

理查德·柯瓦希维奇（2010）认为，在经济繁荣时期，"我们在非优质信贷领域也许不如对手有竞争力……但我们有所担忧，以前看到过这个场景"。与摩根大通不同，几乎没有迹象表明富国银行的高管层一直面临着改变整体战略的压力。当被问及原因时，约翰·斯图姆夫（2010）表示，富国银行吸引了相对保守的机构投资者，例如沃伦·巴菲特，他们都执着于长期增长。此话也许是正确的，但基础数据表明，

富国银行实际上并没有为其保守策略付出高昂代价。在2004—2006年的经济繁荣期，富国银行的派息金额远远低于竞争对手（大约是花旗集团和美国银行的1/3）。但是它在这段时间内平均18％的净资产收益率高于花旗集团、摩根大通、美国银行和美联银行。此外，富国银行的年末股价根本没有下跌，反而从2004年的31美元上涨到2005年的35美元。如果富国银行更加积极地进入次级贷款证券化市场并加大杠杆，它可以获得更高的利润和净资产收益率。经济繁荣时期，富国银行的表现确实令人印象深刻，这体现了该行深耕于传统信贷市场。

富国银行审慎管理的良好名誉为其赢得了更多优质的住房抵押贷款业务。该行的战略也意味着，一旦经济繁荣终结，它将处于有利地位，能够迅速获取额外资产。

> 我们始终坚持这样的观点，即我们（应当有）有稳健的资产负债表和雄厚的资本。区别源于经济迅猛发展时的所作所为，不要做愚蠢的事情，握紧手中的武器，因为一旦时境开始变得艰难，你手中依旧有可用资源，可以为公司做出一些非常正确的财务决策……当美联银行快不行时，我们很可能是美国唯一无需政府支持即可完成收购的银行。我们用的是自己的钱。（Stumpf，2010）

高盛

与摩根大通和富国银行相反，高盛是抵押贷款支持证券领域非常重要的发起人和交易商。2006年，它在住房抵押贷款承销商的排名中列全球第十名。然而，高盛对排名中游感到满意，并且不打算通过收购抵押贷款发起机构来加大对此业务的投资力度（Cohan，2011，第482页）。此外，在2006年末，高盛开始积极降低其风险敞口。作为高盛住房抵押贷款核心分析师之一，乔什·伯恩鲍姆（Josh Birnbaum）逐渐认为“房屋市场已开始失去动力”（Cohan，2011，第493页）。在此背景下，高盛

的住房抵押贷款分析师测算，小幅的违约率上升都可能对抵押贷款支持证券各层级的价值产生重大影响。在这个阶段，银行的风险价值的数值并没有显示出应关注的风险。首席执行官劳埃德·布兰克费恩（2009）后来这样描述银行业的危机和异常状况：

> 风险模型未能捕捉到风险……现在看起来很清楚，管理者……不清楚他们所面对的经济风险的全部规模……我们败给了复杂性。金融行业任由新工具肆意增长，超出了对这些工具的管理和操作能力。结果导致操作风险急剧增加。

在高盛，管理层能够在被危机吞噬之前发现风险系统中存在的弱点。2006年11月末，抵押贷款支持证券的交易价格开始下降。而美林、贝尔斯登和瑞银的交易员直到2007年初才意识到价格正在崩塌。他们承认，市场越来越缺乏流动性，几乎没有买家。但他们并没有把这种需求不足与价格变化联系起来。事实上，他们由于依赖市场上的假想报价而被误导。结果，这些银行的高级风险经理和管理层未能意识到市场已经转向，资产负债表上的资产价值已被严重高估。而高盛能够逃脱这个陷阱的原因在于，其采用了严格基于实际交易价的盯市定价方法作为其风险管理系统的基础。在提交金融危机调查委员会的书面材料中，劳埃德·布兰克费恩（2010b，第3页）提到：

> 我们的风险管理方法根植于问责机制、上报机制和沟通机制。这些机制的绝大部分体现在盯市的过程中，也就是确定金融资产和负债的当前价值。我们认为，对金融工具公允价值进行严格计量是审慎管理之本，因为它令风险的真实情况变得清晰。我们借此可以管理市场风险限额，监控信用风险敞口并管理流动性需求。对于高盛而言，对风险敞口进行每日盯市以保持其与公允价值一致的做法，令我们能够在市场风险和头寸风险开始显现恶化状况的早期，就做出决定降低风险。这一过程可能很困难，有时甚至很痛苦，但我们相信这是金融机构所应遵循的准则。我们计算所持头寸的公允

> 价值，不仅是因为要求我们这么做，更重要的原因是如果账目中没能体现出市场价格，我们将无法评估和管理风险。

这不仅仅是简单的华丽辞藻。哈迪和霍瓦尔斯（Hardie and Howarth，2013a，第33页）通过多角度的研究发现，2007年高盛对86％的资产采用了盯市的会计处理，美国银行这一比例仅为27％，花旗集团为39％。2006年12月中旬，高盛首席财务官大卫·维纳尔（David Viniar）注意到，住房抵押贷款相关交易台的每日盈亏情况显示，已有连续10天的交易亏损发生。丹尼尔·斯帕克斯（Daniel Sparks）作为住房抵押贷款交易部的负责人，也开始担忧银行的住房抵押贷款相关头寸以及银行待打包销售的相关存量贷款余额。12月14日，维纳尔召集核心交易员和风险管理人员开会。他们查阅分析了这些数据，共同决定迅速降低银行的风险敞口。这项决策的结果是出售高盛的住房抵押贷款的多头头寸，即便造成损失也在所不惜。正如布兰克费恩（2010a）对金融危机调查委员会所说的：

> 卖出这些头寸极其困难，除非以低价抛售。不过我们愿意这么做。所以作为我们拟订计划的一部分，我们在承担了一定损失的情况下，实际上卖得比别人更快。事后看来这的确是一桩很不错的买卖，但当时我们这样做的时候还担心事后会觉得太愚蠢了。既定的计划要求我们亏钱也要降低风险，而市场价格一直在下跌，我们原先认为，如果我们抛售后市场又恢复了，我们就太傻了，但现在看不是这样的。

2006年11月，高盛的资产负债表上有超过70亿美元的住房抵押贷款和72亿美元的住房抵押贷款支持证券（McLean and Nocera，2010，第274页）。2007年3月，尽管已完成了大量卖出，该行仍持有超过40亿美元的抵押债务凭证以及非常庞大的住房抵押贷款支持证券，后者计划要在日益困难的市场上全部抛售。为进一步降低敞口，高盛采取了两种策

略。首先，2006年12月底，固定收益部合伙人兼联合负责人斯泰西·巴什-波利（Stacy Bash-Polley）意识到，尽管高盛目前在费力地出售所持有的证券化资产中间的夹层级，但更高级别的优先层级权益部分仍可以顺利出售。因此，在她的指导下，交易员“像疯了一样”重新打包夹层资产，按丹尼尔·斯帕克斯的话说，就是“从一些又大又老的柠檬中榨点柠檬水”（FCIC，2011，第236页）。其次，高盛也开始积极买入信贷违约掉期保险来做空市场，与抵押贷款支持证券市场对冲，还做空了一些与其有业务往来的公司的次级房屋贷款债券价格综合指数（ABX index）（FCIC，2011，第237页）。

在高盛正在寻求改变自身敞口方向的同时，交易员还在继续向外部投资者销售抵押贷款支持证券。从2006年12月到2007年8月间，银行创造并出售的抵押债务凭证约为254亿美元，其中176亿美元为合成抵押债务凭证（FCIC，2011，第236页）。显然，银行这种“不惜一切代价”的方法已经触及底线，凌驾于其更为传统的注重客户服务和客户关系之上。高盛后来受到严厉的批评，并因此遭到起诉。在之后的美国参议院调查中，参议员卡尔·莱文（Carl Levin）指责高盛“一次又一次地将自身利益和利润置于客户和社区利益之前……高盛的行为表明该行并不把顾客视为珍贵的客户，而是仅仅将其看作银行的利润来源”（Cohan,2011，第19页）。布兰克费恩在金融危机调查委员会上作证时承认，这种做法是“不恰当的，我们对这样的结果感到抱歉”。在次日的一则新闻通稿中，该行事实上收回了这一说法（FCIC，2011，第236页）。2013年8月，陪审团同意对前高盛交易员法布里斯·图尔（Fabrice Tourre）的六项民事证券欺诈进行指控，判其有罪。美国证券交易委员会（SEC）也指控图尔，认为其在某个含次级资产的抵押债务凭证的内容和信用评级等方面故意误导投资者；同时，图尔只告诉特定客户，即保尔森公司（Paulson & Company），该证券的价格存在高估，但他并未将这一情况告诉其他投资者。

除了坚持盯市定价，还有什么是高盛管理策略和结构的独特之处？

沟通交流、集体合作以及积极的风险管理也是非常重要的。正如高盛的一位风险管理人所评论的："我曾在德意志银行和摩根士丹利工作过，我要说，在这里信息会流向有需要的人，而且在分享信息中形成合作的氛围——你知道，业务不是孤立的，风险也不是孤立的——这就是与我所知的其他地方最大的不同之处"（Cohan,2011，第498页）。威廉·科汉告诉我们，"高盛有信息共享的文化……信息在流动，从企业基层向企业高层的沟通比任何其他公司要好得多……在其他公司，他们不听取基层员工的意见"（访谈，2012年3月12日）。科汉还认为，高盛依赖于"非常精挑细选的招聘方式"，招聘年轻聪明的新人。银行很少从其他银行聘用员工，"所以员工很少染上其他银行的不良行为习惯"（访谈，2012年3月12日）。在公司内部的信任关系方面，在相对扁平化的等级制度以及共同决策机制下，高管可以相互质疑对方的假设，从而获得更好的信息来源（Anderson and Thomas，2007）。与许多其他银行的情况相反，风险经理和交易员也彼此保持密切接触。事实上，风险经理和交易员之间有常规化的相互短期轮岗安排，以便更加了解对方的工作内容和视角。维纳尔也积极参与风险管理。他每日对交易员和公司的风险管理人员进行例行拜访，并与他们交谈，以了解市场的发展，评估公司的敞口。劳埃德·布兰克费恩和高盛的总裁加里·科汉有很多一样的做法（Cohan，2011，第499页）。住房抵押贷款交易部门出身的丹尼尔·斯帕克斯是该行强大的风险管理委员会的成员。大卫·维纳尔（David Viniar，2010）指出，至关重要的是，风险管理人员被赋予了"绝对的独立性和权威性"。

汇丰银行

金融繁荣期，汇丰银行有意识地把自己塑造成一家保守的银行。当苏格兰皇家银行和哈里法克斯银行的高管谈论经济前景和自身盈利能力的时候，汇丰银行的高管始终在阐述更为谨慎和怀疑的世界观。2002年

汇丰控股（HSBC Holding）的集团首席执行官基思·惠特森（Keith Whitson）告诉分析师，“乏味是好事”，他坦言，“当周围一切都热情高涨的时候，我们确实因稍过谨慎而遭到批评”（Leahy，et al，2002）。汇丰银行董事长约翰·邦德（John Bond）警告投资者说，各银行如果使用一套通用的风险管理工具，如风险价值管理，会放大金融荣枯周期的威胁，因为众多银行会出于同样的原因做出相同的决定（Guerrera and Pretzlik,2004）。2006年3月，汇丰银行首席执行官兼候任董事长斯蒂芬·葛霖（Stephen Green）警告说，持续的财政和贸易的不平衡很可能会导致经济增长的急剧转向，美国发生的任何衰退都将很快拖累全球经济。2006年12月，集团新任首席执行官迈克·吉欧根（Mike Geoghan）警告说，汇丰银行“不会为了追求短期收入增长，而拖累后续的增长……我在这里已经待了足够长的时间，我所了解的一些贷款合同的条款在现在的大部分贷款文件中已经找不到了……我想你可以称之为‘似曾相识’。我们曾经是那样做的”（HSBC，2006）。2007年6月，斯蒂芬·葛霖告诉记者他很“担心一些大额交易的杠杆程度”，认为金融繁荣会“在眼泪中终结”（Tucker，Mallet and Thal Larsen,2007）。葛霖还表达了他对证券化成为一种风险管理工具的疑惑：“你的风险已经被打包了成百上千次，因此在困难局面下要实施有序的重建会变得难上加难，而此时核销，可能会不幸地比原本更为糟糕”（Tucker，Mallet and Thal Larsen,2007）。汇丰银行对经济繁荣的谨慎是银行长期机构文化的一种体现。苏格兰皇家银行的约翰尼·卡梅隆认为，汇丰银行“有种企业记忆”，在20世纪90年代末经历亚洲金融危机冲击后，这一记忆进一步加强（访谈，2013年4月18日）。而该记忆的维系有赖于银行高级管理人员内部晋升而非外部招聘的习惯安排。如约翰·基弗（John Gieve）爵士所述，“汇丰有一个非常有凝聚力的高层管理团队。其中大部分人已经在那里工作了很长时间，也相识了很长时间”（访谈，2013年4月19日）。汇丰银行的一位经理告诉员工，他们应该：

> 把自己看成是长期的汇丰人。尽管斯蒂芬·葛霖在来汇丰之前

是一名咨询师，我记得是从麦肯锡咨询（McKenzie）来的，他在成为汇丰银行首席执行官和董事长之前在麦肯锡工作了相当长的一段时间。我想欧智华（Stuart Gulliver，现任首席执行官）在大学毕业后就加入了汇丰银行，因此他并没有把他的未来看作是“掷骰子，希望想要的结果很快出现，而且在几年内就赚很多钱”。他将汇丰视为长期的事业，谋求在银行内部逐步晋升……我认为这种长期规划是非常典型的汇丰特征。（对一位高级经理的访谈，2013年4月19日）

我们和很多员工讨论了汇丰银行，他们也提到了一些高级管理人员的个人宗教信仰。汇丰银行前首席经济学家丹尼斯·特纳（Dennis Turner）发现前首席执行官斯蒂芬·葛霖也是一个业余布道者，他“从未感到良好商业实践与崇高道德价值之间需要任何的让步”（访谈，2013年4月19日）。2013年，汇丰银行因利用其银行系统进行洗钱而被罚款近20亿美元，导致其声誉严重受损。该丑闻爆发之前，该银行一直以诚信和自制而闻名。

高级管理人员的谨慎态度塑造了汇丰银行的经营战略。该行的杠杆率以及对批发融资的依赖度始终低于英国其他银行。2006年，汇丰银行的杠杆率仅为14，相形之下，苏格兰皇家银行的名义杠杆率为19，哈里法克斯银行为27。由于汇丰银行信贷资产的资金来源为存款，故在很大程度上无须依赖批发市场融资。2006年，汇丰银行的总贷款相当于该行存款的98％，而苏格兰皇家银行为122％，哈里法克斯银行为179％。汇丰银行也没有去发展庞大的投资银行部门。在20世纪90年代末和21世纪初，汇丰银行的投资银行业务通过旗下的詹姆斯·卡佩尔公司（James Capel）开展，后者在被汇丰收购之前是英国一家独立的证券经纪商。由于盈利表现持续不佳，汇丰银行将该公司员工奖金削减为零，并逐渐裁减员工数量（Saigol,2002）。令分析师们感到惊讶的是，汇丰银行随后于2003年又重新开始开展投资银行业务，从摩根士丹利挖来了约翰·斯图辛斯基（John Studzinski），并承诺每年为他提供2.2亿英镑的资金

来推动业务增长。当时，汇丰银行的高管强调，该投资将主要用于开展并购业务以及发展长期客户关系，而非进行固定收益交易业务（P.Smith and Thal Larsen,2006）。2005年，汇丰银行为米塔尔钢铁公司（Mittal Steel）提供了咨询服务，后者以180亿英镑的出价成功竞标安赛乐公司（Arcelor）。一位竞争对手公司的高管认为，汇丰银行“做不了投资银行业务”（Thal Larsen,2005）。2006年斯图辛斯基改任新的非执行职位，汇丰也不再推进其投资银行业务。纵观经济繁荣期，汇丰银行始终保持着强大的风险管控能力。汇丰银行的一位高级风险经理表示：

> 我认为我们确实有一个很好的新产品审批流程。一项业务不可以随心所欲地开展……我们有一个非常强大的流程，任何超出现有产品范围之外的业务都必须经过相当严格的审批流程，而且要符合多项准则。我们有时候会听到很多抱怨，因为人们会说他们只有有限的时间去将交易思路付诸实施，你们的审批速度太慢了。因此气氛经常会变得较为紧张。但我相信，从多个角度进行适当的审查——信用风险角度、市场风险角度、操作风险角度、法务方面的认可、税务方面的认可等——如果你全面来看，它是否从各个角度都能讲得通，又或者我们是否可以找到其他潜在的方式……所以我认为这是汇丰银行的长处之一，即人们会确保把一切都考虑周全，并进行适当的事前审查。（访谈，2013年4月19日）

2003年至2006年间，汇丰银行不愿意采取更激进的市场策略，这影响了其财务表现。尽管该行2006年录得了高达240亿英镑的税前利润，但其净资产收益率仅为13%，与之相比，劳埃德银行为25%，巴克莱银行为18%。在向财政部特别委员会所做的证词中，汇丰银行的董事总经理保罗·瑟斯顿（Paul Thurston）告诉国会议员（Treasury Committee，2009a）：

> 2006年，我知道有一些评论员认为像我们这样的银行资本过于充足，应该返利，应该提高资产负债表的杠杆率，所以我们与机构

> 投资者讨论的大部分内容都是从头至尾介绍我们的风险模型，向他们解释为什么我们认为需要充足的资本和高流动性。

汇丰银行董事长道格拉斯·弗林特（Douglas Flint）也向财政委员会做过类似的陈述（Treasury Committee，2011，证词132）：

> 有大量来自股东的压力，他们寻求更高的回报，并指向一些商业模式，当然事后证明这些模式都是存在缺陷的，特别是高杠杆的业务模式。他们说："你们的效率太低。你们懒得去经营资产负债表。外面其他人比你们做得好多了"，在2006—2007年银行确实面临着巨大的压力。

与股东进行管理上的讨论未必能有成效。一个匿名的机构投资者指责斯蒂芬·葛霖"在方向盘上打瞌睡"（Treanor，2007b）。骑士资产管理公司（Knight Vinke Asset Management）的创始人之一埃里克·奈特（Eric Knight）公开批评汇丰银行，并呼吁更换首席执行官斯蒂芬·葛霖。

汇丰银行在美国次级市场上的风险敞口玷污了该行普遍的风险厌恶型文化。2002年，汇丰银行出人意料地宣布将以140亿英镑收购住房抵押贷款公司，即美国家庭国际公司，同时，该行承诺将通过其附属公司汇丰美国（HSBC USA）来扩大在美的其他银行业务。以这种方式进入美国市场是汇丰银行一个重要的新转折点。汇丰银行因此成为美国最大的消费贷款银行，拥有5300万客户，其中37％为次级客户（Rigby and Saigol，2002）。当时汇丰银行高管层还曾表示，该行其他部门也可通过某种方式学习美国家庭国际公司的次贷模式。特别是向新移民发放次级贷款。汇丰银行2002年年度回顾报告认为，美国家庭国际公司拥有"可向我们看中的有潜力地区输出的一流技术"（HSBC 2002，第8页）。2003年，斯蒂芬·葛霖认为，"在其他市场我们也有机会采用美国

家庭国际公司的模式，例如法国市场显然就是其中之一，因为它有外来移民人口”（Croft and Pretzlik，2003a）。

为什么汇丰银行要进入美国市场？丹尼斯·特纳认为，汇丰银行进入美国市场是迫于市场压力。

> 人们可不能小视骑士资产管理公司，它是随时准备抢夺控制权的入侵性投资者，其作为股东的存在迫使汇丰银行试图提升业绩。也许汇丰银行嗅到英国市场的饱和，在这样一个供大于求的市场可赚的钱所剩不多。因此必须向其他市场拓展，美国一直是汇丰投资组合中的空白。（访谈，2013年4月18日）

然而，其中的因果时间顺序并非那么简单。2002年，在骑士资产强烈抨击汇丰银行之前，汇丰已经收购了美国家庭国际公司。事实上，在2006—2007年骑士资产管理公司还曾呼吁汇丰银行管理层放弃其美国业务，将重点转向亚洲业务。人们倾向于将汇丰银行在美国的冒险看作是一种组织畸变。然而，反过来看，这个冒险也矛盾地反映了汇丰银行的审慎。这是因为汇丰像高盛一样，一旦经济环境发生变化，汇丰银行愿意承担短期损失并退出相关市场。2007年3月，汇丰银行在北美的利润下跌了87％。斯蒂芬·葛霖宣布，汇丰将“显著”“降低次贷投资组合”（Phang and Wong,2007）。9月，汇丰银行宣布关闭其次级批发贷款部门，即负责银行信贷资产证券化的子公司第一决策公司。2007年11月，汇丰银行不再开展抵押贷款支持证券交易业务（Thal Larsen，2007c）。这种策略上的改变不足以让汇丰银行避免损失;自2006年以来，银行对住房抵押贷款和其他不良贷款的核销金额高达200亿美元（Thal Larsen，2008b）。如果当时汇丰银行的高管与哈里法克斯银行和美林银行高管的想法一样，都认为经济只是暂时衰退，那么汇丰银行的损失可能会更大。

劳埃德银行

2008年2月，劳埃德银行宣布利润增长6％，同时将大幅提高股东分红，并计划扩大其国内住房抵押贷款业务（Croft and Thal Larsen,2008）。当时，劳埃德银行首席执行官埃里克·丹尼尔斯（Eric Daniels）认为，利润增长源于“老式银行”的经营模式。而董事长维克多·布兰科（Victor Blank）爵士则认为劳埃德银行将“茁壮成长，不仅能承受经济的低迷，还能在低迷中继续成长”（Croft and Thal Larsen,2008）。2008年7月，劳埃德银行的财务总监蒂姆·图基（Tim Tookey）宣称该行“风险较低，采取的是较为保守的经营模式”，而且在美国次贷市场的敞口极小（Lloyds TSB，2008，第2页）。劳埃德集团前财务总监海伦·威尔（Helen Weir）认为劳埃德银行经营的是低风险银行业务：“收益不会太高，也不会太低。富有讽刺意味的是，先前被认为枯燥乏味的银行经营方式，现在却被视为审慎、正确的方式。”（Moore,2008）劳埃德银行的情况也许并不像其高管暗示的那样强劲。劳埃德银行运用高杠杆的经营模式，而且在2008年该行表内持有价值60亿英镑的可供出售的住房抵押贷款支持证券和40亿英镑的“其他”资产支持证券（Lloyds TSB，2007，第105页）。此外，该行还要为其表外投资载体坎卡拉（Cancara）持有的另外80亿英镑资产支持证券承担最终责任（Lloyds TSB,2007，第12页）。然而，相对于危机重灾区苏格兰皇家银行和哈里法克斯银行，劳埃德银行仍处于强势地位。《金融时报》（2008）Lex专栏称赞劳埃德银行充分发挥了“无聊的投资者的傻孩子特质”，那时“竞争对手都在逐步开发新产品以及全球各个角落的新市场”。

2008年上半年，劳埃德银行成功转运。2003年，埃里克·丹尼尔斯已被任命为首席执行官，他宣布了一项长期计划，该计划专注于在英国的“有机增长”（organic growth）和“细节化”管理（Croft and Pretzlik,2003b）。丹尼尔斯认为，劳埃德银行在20世纪90年代向海外市

场的扩张，是受短期增长而非长期利润所驱动。特别是在拉丁美洲，由于政府减记债务导致银行遭受了巨大损失（Foley,2003）。当时，丹尼尔斯的这一战略遭到市场分析师和投资人的质疑，他们认为在英国的市场已几乎没有增长机会，除非扩展市场，否则劳埃德银行将因苏格兰寡妇公司（Scottish Widows）保险业务的损失而受到严重拖累。2005年12月，《独立报》（The Independent）（Warner，2005）描述劳埃德银行处于一种“战略困境”中，并引述一位分析师的话，将埃里克·丹尼尔斯比喻为“一个在森林里跌跌撞撞前行的盲人”。2005年，劳埃德银行税前利润为38亿英镑，为所有英国银行中最低。那时，很多人猜测，劳埃德银行恐怕会成为花旗集团和西班牙毕尔巴鄂银行（Banco Bilbao）的收购标的（Batchelor，2006）。

为了安抚股东，应对收购威胁，丹尼尔斯决定保持较高的6％的派息率。后来证明这是有效的。尽管利润不及主要竞争对手，但劳埃德银行年底股价仍上涨了257％，从2002年的2.17英镑上涨到2006年的5.58英镑。同期，巴克莱银行股价上涨了146％，苏格兰皇家银行上涨了121％，哈里法克斯银行上涨了156％。然而，在劳埃德银行内部，对决定维持如此高的股息率是有争议的，因为这消耗了可用资本，实际上将银行囿于渐进式的有机增长模式。事实上，2004年，劳埃德银行的财务总监菲尔·汉普顿（Phil Hampton）在他突然辞职之前的演讲中批评了劳埃德银行的保守主义，认为这是为了股东分红而牺牲了增长（Stevenson，2004）。劳埃德银行为何无法在金融繁荣时期扩大其交易或次贷业务，一个重要原因是，该行将资源优先用于提高股东分红。在经受数年的激烈批评后，丹尼尔斯的战略开始获得回报，银行的税前利润从2005年的38亿英镑上升至2006年的42亿英镑。到2007年初，劳埃德银行似乎突然变成了英国最强大的银行之一。在某种程度上，该行的成功应该归因于丹尼尔斯专注于英国本土的保守经营模式。然而，劳埃德银行也是幸运的，因为只要维持较高分红的压力存在，就意味着银行没有足够的机会来迅速扩大其资产负债表。《金融时报》（Hughes and Edgecliff-Johnson,2008）机智地讽刺了劳埃德银行的运气：

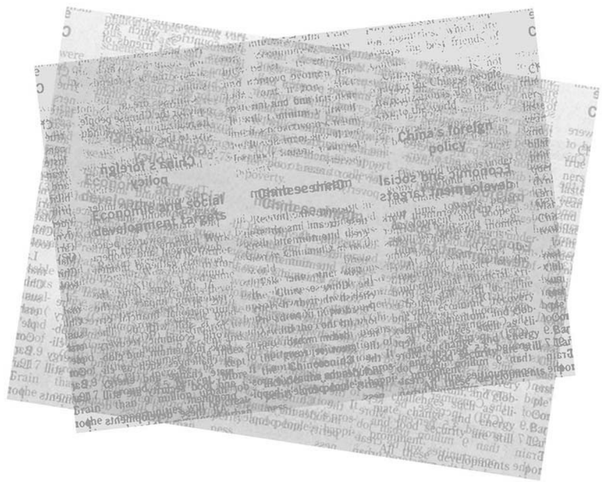
股东们，我很高兴地宣布，您的银行已以良好状态度过了信贷危机。我们是如何做到的？答案就是采用了一些人所说的“惰性管理”策略，尽管现在我们称之为“审慎的商业模式”。你可以从周二的交易快讯中见微知著地看到我们这种平庸战略的成果。我们第一季度的核销金额只有3.87亿英镑。我无须提醒您的是某些倡导高风险战略的苏格兰对手，最近宣布了90亿英镑的损失。从五年前埃里克·丹尼尔斯被任命为银行首席执行官的那刻起，我们开启了谨慎的发展路径。要强调的重点是，丹尼尔斯先生并没有通过削减股息来释放额外资本，否则我们很可能将这些资本鲁莽地投资在复杂的抵押债务凭证上。他也没有出售苏格兰寡妇公司，一家我们于1999年高价购买的人寿保险公司。苏格兰寡妇公司还给我们的盈利带来了不小的波动，不过我们反正都得让事情变得有趣些，难道不是吗？而且您的银行也没有陷入为新增住房抵押贷款融资的证券化浪潮中。

本章小结

本章强调了行为人的能动性，银行文化以及特殊的制度能力（niche institutional capacities）的重要性。摩根大通银行、富国银行、高盛和汇丰银行的高管与竞争对手雷曼兄弟、美林、贝尔斯登、花旗和苏格兰皇家银行的高管们在同一个市场中经营。他们也面临同样的监管约束。然而，归根结底，他们采取了非常不同的经营策略。前一类银行的高管层意识到了风险，而那些倒下的银行的高管就没有意识到风险，他们是真正的信徒。比如在富国银行和汇丰银行，谨慎和怀疑主义已在银行的文化中得以制度化，这成为人们行为的动因，无论是新员工还是雄心勃勃的高管都因此相应地调整自己的行为。危机中幸存的银行之所以在2007—2008年之前有不同的行为模式，是因为其高管层对提高杠杆率、批发融资和证券化资产交易的吸引力有着不同的结论。幸存银行也成功抵御了要求其随波逐流的强大市场压力。高管层的凝聚力和审慎的企业文化

都起到了作用，但幸存银行确实需要缓和他们同股东及其他利益相关者的关系。在这里，我们看到不同银行采取了不同的策略，而且这些银行都在充分发挥其特殊的制度能力。正如我们所看到的，高盛在千钧一发之际抽身于市场，然后进行反向对冲并获取了高额利润。其他银行比如渣打银行则在很大程度上避开了西方银行市场，而富国等银行因其深耕传统信贷市场而有着很好的表现。底线在于那些幸存银行的领导者并没有随波逐流，他们得到了其他高管以及审慎企业文化的支持，这些银行凭借着各自的特殊制度能力在市场上表现强劲，从而能够安抚股东且避免被收购的命运。所有要素需要融合统一。然而，各大银行中能做到的，屈指可数。

第八章
正确的抉择



2008—2009年期间，根据世界经济论坛的排名，澳大利亚和加拿大的银行体系安全度在世界范围内分别位列第三和第一。2007—2009年间，包括澳大利亚澳洲联邦银行、西太平洋银行、澳新银行集团和澳大利亚国民银行在内的澳大利亚最大四家银行，实现了高额的税前利润。2008年，加拿大的一家大型银行加拿大帝国商业银行，主要因有对美国房地产市场的风险敞口而出现重大亏损。而包括加拿大皇家银行、多伦多道明银行、丰业银行和蒙特利尔银行在内的其他加拿大大型银行，均保持盈利。澳大利亚和加拿大联邦政府在2008年均干预了其国内市场，向市场注入大量流动性，同时也对银行存款进行了担保。澳大利亚政府还因为全球批发信贷市场的冻结而对批发融资进行担保。但是，相比英国和美国的同行，澳加两国的银行体系基本上毫发无损地度过了2007—2008年的金融危机。

本书第四章中已说明，与美英两国同行相比，澳加两国的最大型银

行采取低杠杆运作，且资产负债表主要集中在住房抵押贷款和工商企业贷款而非金融交易。为什么澳加两国会遵循这种保守的银行业模式？为了回答这个问题，本书第五章和第六章运用分析模型，首先讨论市场结构，然后分析银行中行为人的作用，最后比较监管方面的差别。悉尼和多伦多不像纽约和伦敦是国际金融中心，投行文化也不盛行。这进一步说明了澳加两国银行体系的稳定性：它们的银行体系是在与纽约和伦敦截然不同的市场环境和制度背景下运行的。这也意味着监管者不必迎合维持银行体系“国际竞争力”的需要，至少相比核心金融市场的监管者面临的压力来说是这样的。澳加两国的投资者和市场分析师在评判国内银行的业绩时，总是将其与国内别家银行相比，而非与高盛等国际上领先的投资银行相比。然而，这一因素尚不能解释美英两国银行体系与澳加两国银行体系之间的所有差别。在全球化的市场里，没有什么能够阻止澳加两国的银行开展对证券化资产的交易或是在伦敦和纽约开设交易室。澳大利亚或加拿大监管当局也不会阻止这种行为。事实上，加拿大帝国商业银行、澳新银行集团和澳大利亚国民银行都在实施其交易策略，只是澳洲这两家银行的参与程度略低。然而，问题是为什么这三家银行仍保持较低的风险敞口，而其他澳加银行则干脆选择不进入这些市场。

在澳加两国，一系列互补性的因素共同作用，降低了银行执行官在金融繁荣时期再造资产负债表的动机和能力。这些因素中最重要的一点是银行所在的市场环境。而市场环境的形成则部分归因于两国的监管。当最大的那几家银行积极抢夺市场份额时，有关并购和外资银行准入的监管规定保护了那些最大型银行的地位，同时也将银行间的竞争压力缓释到远低于美英两国的水平。市场环境的作用还表现在另一方面，因为澳加两国银行能在繁荣的国内市场开展传统信贷并维持非常高的利润水平，所以银行几乎没有动力深度参与杠杆交易。对于银行的首席执行官和风险管理经理来说也是如此，他们对进入此类市场的潜在危险心存顾忌。尽管事实上澳加两国一些主要银行的确进入了这些市场，但风险敞口相对有限，而且总的来说，这些银行遵循相对传统的银行操作策略。

有些银行是由于吸取了早期多次银行危机的教训，审慎的文化得以制度化；一些银行，最著名的如多伦多道明银行，是由其首席执行官调整战略所致。最后，还有监管部门的作用，核心监管部门澳大利亚审慎监管署（APRA）和加拿大金融机构监管署不是采用“柔性监管”模式，而是要求银行维持更高的资本水平并履行有效风险管理的承诺。然而，能动性和结构不能割裂开来分析。在美英两国，银行执行官和风险管理经理在竞争激烈的市场上经营，面临提高市场份额和净资产收益率的无情压力。执行官和信贷经理若提出担忧，那就是冒失业的风险。而在澳加两国，行为人不仅易于表达关切，也更能就此采取行动，因为市场环境截然不同。

市场环境：受限的竞争和强劲的利润

金融危机爆发前夕，澳大利亚最大的四家银行拥有该国73%的金融资产［Economics References Committee（Senate）,2011，第42页］。加拿大最大的五家银行拥有该国超过90%的金融资产。这些银行在吸收存款、发放住房抵押贷款和为大型企业进行账户管理等方面相互竞争。澳大利亚国民银行的一位高管告诉我们，“我已在两家主要银行工作过，银行之间的竞争是异常激烈的”（访谈，2012年5月8日）。加拿大银行（Bank of Canada）一位已退休的监管政策顾问克莱德·古德利特（Clyde Goodlet）认为，竞争虽激烈但仍存差异。他还表示，加拿大银行体系的“竞争表现为多种方式……住房抵押贷款利率和非价格条款是高度竞争性的。针对大型企业的融资市场因其有很广泛的替代融资来源而具有相当高的竞争度，但针对中小企业的融资市场的竞争度则不高。部分消费贷款市场的竞争性也相当高”（访谈，2013年6月11日）。

然而，相比美英两国同行，澳大利亚和加拿大最大型银行享受多重保护。竞争规则不允许最大型银行间的合并或收购。这一方面可以降低银行执行官追逐短期利益的压力，同时也使大型银行有机会收购较小的

区域性竞争者以巩固其市场地位。此外，澳加两国政府也一直对外资银行的准入和经营设置诸多限制。上述这些制度规则共同保护最大型银行的共同市场份额和利润，因此也降低了它们再造资产负债表的压力。在美英两国，竞争政策鼓励类似苏格兰皇家银行、北岩银行和美国银行等区域性银行通过并购或自身有机成长来逐渐扩张资产负债表。这威胁到已有的大型商业银行的市场地位和利润。在澳加两国，市场更加稳定，也没那么残酷。

正如本书第四章所述，澳大利亚的“四大支柱”政策是银行竞争政策的主要内容，该政策不允许四大银行之间的并购。“四大支柱”政策名义上的目的是提升澳大利亚银行体系内的竞争。20世纪90年代，澳大利亚提出了“六大支柱”政策（“四大支柱”政策的前身），当时社会上充斥着澳新银行集团要与大型保险公司国卫保险（National Mutual）合并的传言。1998年，沃利斯调查报告（Wallis Inquiry report）建议取消“六大支柱”政策以增加竞争。政府反对这一提议，因为政府害怕这将会允许澳洲联邦银行或西太平洋银行收购澳新银行集团或澳大利亚国民银行，但政府同意这一政策不再适用于保险公司。澳大利亚银行家协会（Australian Bankers Association）始终反对“四大支柱”政策，理由是该政策阻碍澳大利亚银行在国际市场上开展有效竞争（Bakir,2005；Weihart,2007）。然而该政策并未禁止最大型银行收购较小的区域性银行以提升市场份额。此类收购包括澳新银行集团1990年收购国卫皇家银行（National Mutual Royal Bank），澳洲联邦银行2000年收购殖民地国家银行（Colonial State Bank），2008年收购西澳银行（Bank West），以及西太平洋银行2008年收购圣乔治银行（St.George）。事实上，自“四大支柱”政策实施以来，最大四家银行的资产份额从1990年的66%上升到2008年10月的73%（Economics References Committee,2011，第42页）。

前澳大利亚储备银行（RBA）行长伊恩·麦克法兰（Ian Macfarlane，2009，第42页）认为，通过降低公司之间并购的威胁，“四

大支柱”政策减轻了最大型银行以“过度的放贷和风险承担”来抬高股价和短期利润的压力。该政策将竞争降低到“可持续的水平，因此防止银行过度承担风险……避免澳大利亚银行业走上海外银行体系过度承担风险的典型路径”。澳洲联邦银行一位高级风险官戴维·格拉夫顿（David Grafton）对此表示同意，他认为“在由四家主要银行主导的市场中，不同于高度竞争的市场，没有任何一家银行会有强烈的动机去冒高风险并大幅扩张资产负债表”（访谈，2012年2月29日）。前澳新银行集团董事会主席查尔斯·古德持类似观点，认为“如果从银行业角度出发，谈到顺利度过本次危机的国家或地区，你首先会想到澳大利亚、加拿大、新加坡、中国香港和以色列。这些国家或地区的银行体系都有三到四家主要的银行，事实上都很稳定。因此，你可以发现在危机中幸存下来的国家的国内银行体系均是寡头结构，且海外经营相对有限”（访谈，2012年2月29日）。

21世纪头10年，澳大利亚最大型银行受到一些保护，以免受来自外资银行的竞争。澳大利亚于20世纪80年代中期正式废除了关于外资银行进入本国市场的准入限制。至21世纪头10年的中期，澳大利亚有9家外资银行子行，35家外国银行在澳设有分行。然而，这些银行在澳大利亚的运营仍受到诸多限制。首先，外国银行分行不允许接受初始金额低于25万澳元的零售存款。其次，外资银行向非居民资金融出方支付的利息需代扣所得税。再次，外国公司收购澳大利亚任何一家银行都要经过联邦政府相关部门批准。这些限制不是非常严苛。然而，这里的关键是，针对外资银行的限制与“四大支柱”政策相互作用，保护了澳大利亚最大型银行的市场份额，也保护其免于被收购。

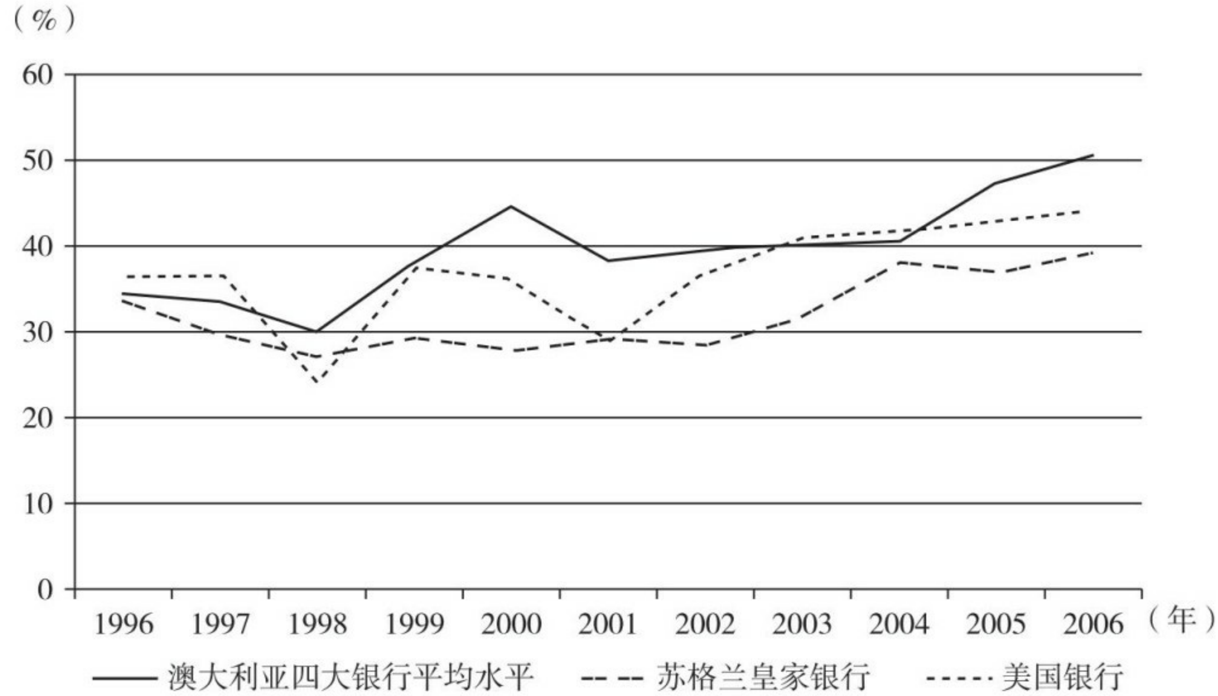


图8.1 澳大利亚银行的利润率，1996—2006年

21世纪头10年，澳大利亚最大型银行的盈利能力相当好。图8.1显示了澳大利亚四大银行在1996年至2006年间的平均利润率与美国银行和苏格兰皇家银行的对比情况。利润率是以百分数形式表示的净收入与收入之间的比值。该比值越高，则银行盈利能力越强。在此期间，美国银行和苏格兰皇家银行分别是美国和英国最盈利的银行之一。然而，澳大利亚四大银行坚持低杠杆运作并维持保守的资产负债表，因此实现了与其美英同行相当甚至更优的盈利能力。事实上，在2004年至2006年经济繁荣的巅峰期，澳大利亚银行的平均利润率水平分别为47%和50%，显著高于美国银行和苏格兰皇家银行。

19世纪，加拿大联邦层面的银行监管行动助推了一些全国性大型银行的出现（Bordo，Redish and Rockoff，2011）。在20世纪80和90年代，大型银行的地位得到进一步稳固。虽然在此期间，加拿大也试图增加竞争，“四大支柱”政策逐步取消，该政策阻止商业银行、信托公司（广义地说相当于美国的互济储贷公司以及英国的住房抵押贷款银

行）、保险公司和证券经纪商之间的合并，仅仅允许最大的几家银行收购伍德·格伦迪（Wood Grundy）、多美年证券（Dominion Securities）、内斯比特·汤姆森（Nesbitt Thomson）和莱韦斯克·博宾（Levesque Beaubien）等四家最大的独立证券交易商（Allen and Engert,2007，第34页）。最大型银行仍不得提供保险服务或收购保险公司。在其他方面，目前加拿大最大的银行均采取全能银行的运营模式。加拿大银行家协会（Canadian Bankers Association）政策和运营副总裁马里恩·罗贝尔（Marion Wrobel）表示，加拿大银行体系稳定性的关键因素在于：

> 现行的结构……实际上是加拿大金融业百余年的并购整合以及金融业政策现代化的产物……正如加拿大的银行可以跨区经营从而实现地理上的收入多元化，它们也可以通过跨产品线经营来实现多元化。我认为，那便是力量的源泉。部分银行相比同业更多地参与到资本市场中。但参与仍然有限，我认为银行认识资本市场的波动性和内在的风险。加拿大的银行本质上仍是零售银行，但也拥有一系列其他产品线，这有助于收入和风险的多元化。（访谈，2013年6月5日）

在加拿大，针对最大的五家银行之间的合并，有虽不成文却得到广泛认可的限制性规定。该政策于1998年首次正式提出，时任财政部长保罗·马丁（Paul Martin）阻止拟议中的加拿大皇家银行与蒙特利尔银行的合并以及加拿大帝国商业银行与道明银行的合并，理由是上述合并将导致“不可接受的经济实力集中”，并“显著削弱市场竞争”（Crary,1998）。正如在澳大利亚，对合并的限制大大降低了大型银行必须实现短期利润最大化以阻止收购的压力。这一限制性规定似乎也阻止了一家加拿大银行希望转型成为全球主要交易型银行的计划。高级证券分析师彼得·劳特利奇（Peter Routledge）认为，1998年的两桩合并若得以成功实施。

> 可以肯定，银行将更有能力通过结构化信贷市场在美国开展杠杆借贷业务。银行将更加狂妄自大，也更有意愿这样做……但关键是，加拿大的银行因合并受挫而保持了较小规模，其总资本水平低于美国同业，它们无法在同一层次上竞争。加拿大的银行没有足够的资产负债规模，不会过于自满，且更关注股东价值。（访谈，2013年6月5日）

前加拿大银行副行长戴维·朗沃思（David Longworth）也曾表达了类似观点：

> （在1998年关于银行合并的讨论中）银行的一个观点是，我们太小了，无法在这些衍生品市场上开展竞争。我们无法在这些市场成为强大的竞争者，因为只有你的总规模更大，人们才会认为你的总资本实力也更强。然后，你才可以在这些市场参与竞争。因此，我认为，如果合并获准，银行就会有参与那些市场的动力。（访谈，2013年6月10日）

在银行危机发生前的10年里，加拿大银行体系的竞争压力由于对外资银行准入和经营的持续限制而有所缓解。在所谓的广泛认同的规则下，如果没有财政部的明确批准，任何个人或机构都不得持有单家银行10%以上的股份。这一限制源于20世纪60年代，当时的背景是传闻美国大通曼哈顿银行（Chase Manhattan Bank）将实施对道明银行的收购。在此限制下，外资要想拥有加拿大的银行，“实际上是不可能的”（Gouvin，2001，第399页）。此外，虽然外国银行自1998年后可以在加拿大开设分行，但分行不得吸收零售存款，同时总行必须拥有350亿加元以上的总资产，并且必须承诺以总行总资本吸收在加分行的任何损失。相比20世纪80年代外资银行不得在加拿大经营的情况，戈温（Gouvin,2001，第399页）表示，“最近允许外资进入加拿大银行业市场的所有变化本质上都仅仅是一种装点门面的措施，似乎外资可以更加自

由地进入加拿大市场，然而实际上现状几乎没有改变”。

银行对证券交易商和信托公司的收购、对银行合并的禁止性规定以及对外资银行准入的限制，都保护了加拿大最大型银行的市场份额和利润率，也减轻了银行所承受的通过金融交易挖掘新利润来源的压力。前加拿大银行行长戴维·道奇（David Dodge，转引自Freeland，2010b）认为：“一些银行的国内商业银行网点营利性非常好。它们只有在其他业务领域表现极差，才可能会整体亏损。”彼得·劳特利奇（转引自Goodfellow，2011）认为：“它们（最大型银行）没有动力去拉伸信贷收益率曲线从而降低收益并增加贷款发放，当然它们乐见贷款增长，但也许是以较美国更慢的速度增长，却仍能获得相当不错的收益。”加拿大金融机构监管署的一名资深监管官员告诉我们：

> 我确实认为，对于加拿大体系和加拿大结构的批评中有一项是，由于准入的高门槛而导致创新比较缓慢。我记得，大约是2005年在与一名国际监管者聊天时，对方说，正因为此，你们没有40年期的住房抵押贷款，不会像英国一样存在贷款价值比为125%的情况。你们没有所有这些东西……对我来说，这些话非常怪异，因为我想你大可以说加拿大市场没多少创新。但如果从风险的角度看，我不认为所有的创新都是好的。（访谈，2013年6月11日）

西蒙·约翰逊（Simon Johnson）认为，市场“集中对纳税者来说也会产生风险，因为单家（银行）会变得大而不倒”（Boone and Johnson，2010，第254页）。这可能很有道理，但更重要的是，高集中度的市场结构减弱了加拿大最大型银行再造资产负债表的动机，因此银行失败的可能性也随之降低。图8.2表明，世纪之交的10年间，加拿大五大银行的利润率低于苏格兰皇家银行和美国银行。比如，2004年，美国银行实现41%的利润率，苏格兰皇家银行为38%，加拿大五大银行平均利润率为30%。其中的差距十分明显。然而，也应该关注到，在2001年的下滑之后，加拿大的银行利润率连续四年上涨，在此期间，其与美国银行和

苏格兰皇家银行之间的差距有所缩小。

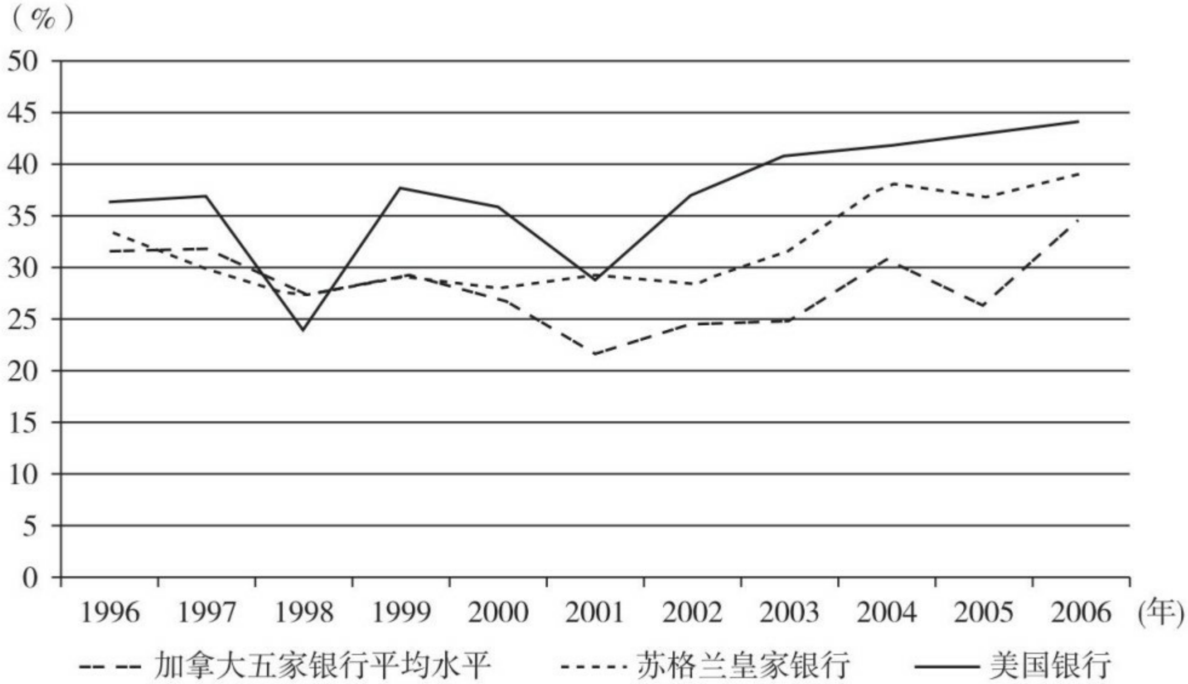


图8.2 加拿大银行的利润率，1996—2006年

因此，竞争规则塑造了银行经营面临的国内市场结构。但是澳加两国银行同样也受惠于国内经济的良好基本面以及银行市场的盈利机会。在两国的矿业繁荣期，高层次的技术移民和较低的通胀与利率水平共同助推经济增长（IMF，2008，第9页；Debelle，2009；Jain and Jordan，2009）。2003年至2006年，澳大利亚GDP分别增长3%、3.5%、2.7%和2.7%。同期，加拿大GDP分别增长1.9%、3.1%、3%和2.8%。在此背景下，最大型银行拥有大量商机去通过新发放住房抵押贷款和工商企业贷款来提升业绩。正如澳大利亚储备银行的里克·巴特利诺（Ric Battellino）曾表示，“在澳大利亚，那些追逐营利性贷款商机的银行一年内可以将资产负债表规模扩展15%……而无须承担更多的风险”（ASIC，2009，第48页）。前澳新银行集团首席经济学家索尔·艾斯雷克（Saul Eslake）也有过类似评论，“澳大利亚的银行感觉无须像美国和欧洲银行那样，通过购入高风险证券来提高收入或利润业绩，而此类证券事后证明是‘有毒’证券”（访谈，2011年11月10日）。约翰逊等人

（Boone and Johnson,2010，第256页）同样认为，“加拿大实在是太幸运了，因为大宗商品繁荣（始于2004—2005年间），在此轮经济周期里很晚才出现”。

总的来说，澳加两国的银行业所处的市场结构非常类似。然而，两者之间也存有一个重大差异。如本书第四章所述，澳大利亚最大型银行约1/3的资金依赖于海外批发融资市场（RBA,2006，第31页）。而加拿大银行的资金几乎完全能够通过国内存款得到支持。拉特诺维斯基等人（Ratnovski and Huang，2009）认为，上述差异基本上能够说明为什么加拿大银行体系在危机引爆于美国且批发融资市场冻结时仍极富韧性。加拿大的银行没有经历明显的流动性困难，因为它们不必通过债务展期来维持资产负债表。而在澳大利亚，银行受到全球金融危机的冲击，需要由政府为其批发融资提供担保。然而，这一论据无法说明更多问题。加拿大的银行经营状况良好不是因为存款基础较高，而是因为杠杆水平相对较低且保持保守的资产负债表。因此，一个有趣的问题是，澳大利亚最大型银行之所以经营更为保守，是否是因为它们需要以此吸引批发融资。查尔斯·古德认为，融资成本降低了证券化资产交易业务对于澳大利亚银行的吸引力。“当我们正从国际市场大规模借款以支持国内信贷业务时，从国际市场融资来购买这些产品（结构化信贷产品）毫无意义”（访谈，2012年2月29日）。可以肯定的是，借款成本会降低交易业务的吸引力。但是，为什么在这种情形下，美英两国银行没有止步于交易业务呢？毕竟，它们也是依赖于大规模批发融资的。这便引向了第二个论据。前澳大利亚储备银行行长伊恩·麦克法兰（Ian MacFarlane，2009，第45页）认为，银行从竞争激烈的海外市场筹集资金，这一事实构成了对银行的纪律约束，因为这意味着银行需要维持信用评级，因而也必须避免潜在的高风险投资。这一论据同样缺乏说服力。如果信用评级非常重要，那么它对于美英两国银行也应同样重要，但后者却深度参与交易业务且银行杠杆水平非常高。这里的一个简单事实是，信用评级机构把对证券化资产衍生出的高层级产品投资评估为非常安全的投资。因此，整体市场结构而不是融资安排的结构导致澳加两国银行在行为动

机方面的一系列差异性。

银行家的能动性

如前文所述，市场上存在着要求银行通过高杠杆和金融交易来实现资产负债表再造的压力，但澳加两国的最大型银行所受到的市场压力程度与美英两国不同。但是，市场结构无法决定银行的行为模式。国内银行的行为差异显然是一个明证。2007年12月，加拿大帝国商业银行披露，它由于一系列衍生品合同持有98亿加元对美国次级住房抵押贷款支持证券的敞口，同时在资产负债表内还有与美国次级市场“相关”的16亿住房抵押贷款支持证券和抵押债务凭证敞口（CIBC，2007，第40页）。这些资产是由该行的投资银行部门，即全球市场部门（CIBC World Market）购入的，2006年该部门实现收入6.46亿加元，而与此形成对照的是，该行零售银行部门的净收入为18.58亿加元（CIBC，2006，第3页）。根据彼得·劳特利奇的说法，加拿大帝国商业银行出问题是因为：

> 该行基本上允许投资银行部门自由地运作，而且事实上该部门也的确在自由运作。首先，他们在安然事件中涉入太深，支持安然及其交易活动。其次，他们过深地参与结构化信贷且入场时间过晚。他们没有赶上2000年至2004年期间结构化信贷市场的好形势。它们在2005年或2006年才进入……赶了个晚集，还喝了个大醉。（访谈，2013年6月5日）

在21世纪初，道明银行也有很大的风险敞口。它一度位列全球证券化资产的十大买家之一（Kravis,2009）。但是，在2005年，该行便开始撤出这些市场，至2008年已经清空了对美国次贷市场或美国住房抵押贷款支持证券衍生出的抵押债务凭证的敞口。

在澳大利亚，澳新银行集团和澳大利亚国民银行同样拥有对美国次贷市场的敞口，规模虽不致命但亦相当惊人。其中，澳大利亚国民银行通过其投资银行板块，即澳国民资本（Nabcapital）购入了相关资产。该行一位高级投资银行家表示，该行“相比国内同业更加深陷其中”，因为该行试图扩张投资银行部门，且这种新型证券交易被视作是相对安全的（访谈，2012年5月8日）。澳大利亚国民银行首席执行官约翰·斯图尔特（John Stewart）在解释上述敞口时表示，“很难说购买违约概率极低且具有AAA评级的资产是鲁莽行为；事实上不是”（Cornell，2009）。正如上述投资银行家所述：

> 我们承受着压力。《巴塞尔协议II》对银行提出越来越高的资本要求。因此，我们必须在资本基础上增加杠杆，而最简单的方式便是表外以及投资银行活动。我们在澳大利亚市场还要与那些外来的国际投资银行同台竞技……因此，我们也努力打入它们的市场……我们在海外学习，与它们在海外市场竞争。（访谈，2012年5月8日）

澳大利亚国民银行的表外与投行业务由其位于伦敦和纽约的海外机构完成。正如该行一位高级经理指出的，“满足短期资金市场投资者的投资需求，他们期望进行高质量的投资并能获得高额收益”。这些海外交易“无须获得总行审批，因为它们不体现在资产负债表上”。该经理表示，海外此类业务为澳大利亚国民银行创造5000万澳元的年收入。“这相对于银行的总收入来说不是很大”，但是当危机到来的时候，该行为此损失了12亿澳元。正如这位经理所说，“这是一个绝对的小概率高风险事件，但大家都忽视了这一点”。

澳大利亚国民银行在上述相关市场的风险管理职能没有很好发挥其作用。关注重点放在了这些交易是否符合法律和政策，但是正如那位高级经理所说，“风险管理人员滞后于形势发展……对证券投资组合的风

险分析在当时几乎没有发挥任何作用，当然现在已不可同日而语”。重要的是，那位经理认为，危机的时点是出乎意料的。“有人可能认为，如果危机多持续2—3年，那么对于澳大利亚国民银行来说损失将更为严重。实际上，我们恰恰是在业务周期的顶部。”是否此类交易的扩大本该引起澳大利亚国民银行高级管理层的注意，或者是否澳大利亚其他银行可能当时也已开始向交易型银行的再造进程，这些问题都值得深思。当然，澳大利亚传统银行业务的优势以及对商业银行业务的普遍关注本可以成为减震器。正如前澳新银行集团风险经理戴维·斯托特（David Stoten）指出的，“基本的商业银行文化本有希望可以将事情维持在合理的状态”（访谈，2012年4月23日）。

整体而言，澳加两国的主要银行，特别是澳洲联邦银行、西太平洋银行、加拿大皇家银行和丰业银行等，一贯维持保守的资产负债表。这不是偶然发生的。这些银行的高级管理层认识到交易市场的问题而决定不参与其中。澳洲联邦银行的高级风险经理戴维·格拉夫顿将其对美国住房抵押贷款支持证券的严重关切报告给高级管理层和董事会。“事实上，我们感觉到这些类别的投资组合存在非常严重的风险隐患……我们做了严格审查以确认真正的风险是什么，我们厌恶此类风险……存在很多声誉及其他类别的风险，我们认为，这些风险远超我们从可入账的额外业务中可能获得的财务收益”（访谈，2012年2月29日）。西太平洋银行集团风险主管爱德华·博斯沃思（Edward Bosworth）表示，该行将“主观叠加法”（subjective overlay）运用于对是否购买美国住房抵押贷款支持证券的风险评估中，此方法源于21世纪初安然和世通（Worldcom）倒闭后银行在企业债市场的惨痛经历。

> 当时在银行内部有争论，其中一方倾向于按模型输出的结果进行投资，而模型结果显示这些投资实际上能够保值，另一方则坚持模型不能说明所有问题。正是在这种希望退避的主观判断下，银行最终选择不进入这些市场……我们通过严肃的抉择确定，这不是合适的战略……相反我们追求从国内市场获得增长，因为不管是通过

主观判断还是量化模型，我们都认为能更好地掌控国内市场风险……这里要做出的决断是，我们是否相信我们从过去的经验中充分吸取到的教训，以避免重蹈覆辙。（访谈，2012年5月8日）

20世纪90年代早期澳大利亚的银行业危机是一个很重要的经历，那次危机催生了大量的制度成果和内部治理改革。20世纪80年代，澳大利亚放松金融管制并允许外资银行进入，这促使澳大利亚的银行通过激进的信贷发放来保护其市场份额，而这类信贷活动导致信贷推动的资产泡沫，特别是在商业地产领域（P.Kelly，1992，第487—508页）。随后货币政策的调整性应对又导致20世纪90年代初的严重衰退，给开展信贷业务的银行以沉重的打击，其中，西太平洋银行核销了约60亿澳元的坏账，濒临破产（Carew,1997）；同时，澳新银行集团也陷入严重困境。前澳新银行集团首席经济学家索尔·艾斯雷克认为，“澳新银行内部有很多人都存有非常强烈的集体记忆，那便是他们差点都要被扫地出门了”（访谈，2011年11月10日）。在20世纪90年代末，戴维·摩根（David Morgan）就任西太平洋银行首席执行官，他将“风险/收益”委员会制度化，该委员会汇集了银行主要的风险经理和高级经理层。戴维回忆道，“西太平洋银行在1992年处于生死边缘……我们没有忘记”。这种保守文化反映在西太平洋银行对待各类结构化投资产品的态度上，此类产品通常源于海外银行。正如一位内部人士评论的，“有一次一张便签条在行内广泛流传。我们理解这个产品吗？依靠信用评级机构是否可行？我们知道产品背后的基础资产敞口吗？我们的风险偏好是否可以承受此类产品过去曾表现出的波动性？”（转引自Cornell,2009）

澳大利亚审慎监管署的约翰·莱克（John Laker,2009，第52页）也持类似观点，“好时光已到头，董事会必须保持专注，对此已有足够多的提示”。“整整一代银行家被深度灼伤。那种集体记忆十分重要。”正如莱克所解释的，这带来了“银行内风险管理部门更高的能见度和更大的影响力”（访谈，2011年11月23日）。银行前首席经济学家约翰·爱德华

（John Edward）表示，“20世纪90年代早期之后的整整一大批银行家都被清除，取而代之的是更为审慎的银行家”（私人谈话，2011年11月15日）。伊恩·哈珀（Ian Harper）曾参与1998年对澳大利亚金融体系的沃利斯调查（Wallis Inquiry），他表示，20世纪90年代，“在银行内部，投资银行家和信用风险经理之间展开了激烈的较量。这是一场文化的战争。但当时，首席执行官仍是老派的银行家；最后极为审慎的银行家战胜了那些渴求收益的银行家”（转引自Colebatch，2009）。正如索尔·艾斯雷克（访谈，2011年11月10日）所解释的，“澳大利亚的银行是商业银行，与投资银行有显著差异；可能更重要的是，这些银行由商业银行家而不是投资银行家执掌帅印”。根据伊恩·哈珀所述，这非常重要，因为“任何一家大型银行在首席执行官层面若是由投资银行家而不是传统的商业银行家执掌，则可能出现完全不同的结果”（访谈，2012年5月2日）。约翰·莱克认为，澳大利亚的银行“没有打造大型交易室，没有建立大型的海外机构……同时它们的资金部门也不开展大额自营交易”。正如莱克所述，银行“真正在集中精力扩张零售业务，因为那就是机会所在……我们拥有一个内向型的银行体系。主要银行均聚焦于扩张国内市场……从2005年至2007年的几年是澳大利亚银行业发展国内业务的黄金时期”（访谈，2013年11月23日）。

加拿大最大型银行也显示出汲取历史教训的能力。在20世纪80年代中期，位于亚伯达省的两家银行，北部银行（Northland）和加拿大商业公司（Canadian Commercial）在商业房地产价格的暴跌中轰然倒下。在接踵而至的市场混乱中，另外两家银行不列颠哥伦比亚银行（Bank of British Columbia）和加拿大大陆银行（Continental Bank of Canada）也出现了危机，被迫分别并入汇丰银行和劳埃德银行。在银行倒闭事件极少发生的加拿大银行体系内，当时是一个非常时刻。贝克·麦肯思律师事务所（Baker and Mckenzie）的合伙人及公司和证券业务团队成员格雷格·麦克纳布（Greg McNab）指出：

我们往往认为，当下世界已经变得非常短视，但二十世纪八九

十年代其实并不遥远。因此，在包括加拿大在内的任何国家，当今的银行体系内仍有人曾亲身经历了当时的银行业困境，仍然记得那些风险和各式危机，并且记得当时如何处置这些风险和危机。因此在他们的内心深处，“我们仍需要在风险规避的稳固基础上扩展业务”的观念依然存在。因此我认为，这种观念淡去还需要很长时间。（访谈，2013年6月4日）

加拿大皇家银行和丰业银行在21世纪头10年一直保持保守的资产负债表。但另一方面，如前文所述，道明银行却一度进入次级证券化市场，直至2005年退出。道明银行为何会做出这样的决定？格雷格·麦克纳布指出：

我可以这么说，道明银行很可能是加拿大最保守的银行。该行一直以风险厌恶而闻名于业界。凡事都认真研究，认真监控，总是选择进入那些与其实际业务紧密相关的市场和业务。因此，该行不到海外发展，不开设合资机构，也不允许发生由他人运营而自己静待经营成果的情形。因此，首先它大体而言是一家审慎的银行……如果有一家银行能在很早的时候即指出基础性的问题，那非道明银行莫属。这是因为，正如我前面所说，当该行参与某项业务时，便会实时监控每一件事。（访谈，2013年6月4日）

这一论点可能有助于解释为什么道明银行在2005年退出次级市场。然而，这显然会引发一个问题，那便是为什么该行最初会进入该市场。对此，道明银行首席执行官埃德·克拉克（Ed Clark）提出的观点很关键。在加拿大银行业执行官会议上，克拉克（2007）精炼地总结了他的银行战略：

当我与他人交谈的时候我发现的情况是，当然我无意冒犯，人们事实上不知道零售银行是什么样子的，不知道其与批发银行的差

异，也不知道加拿大的银行与美国的银行的巨大差异……从一定程度上看，美国的银行就是餐厅，必须每天营业，因为它们是在出售资产。我们不是那样……我们比其他人做得更好，因为我们不会做所有这些愚蠢的业务，正如你所知……该停止这些愚蠢的业务了，它们是赚钱机器，但上帝从未创造过赚钱机器。

在与加拿大帝国商业银行的合并提议搁浅后不久，道明银行立即于1998年完成了一笔80亿加元[注]的收购，收购对象是加拿大最大且最成功的信托公司加拿大信托（Canada Trust）。之后不久，埃德·克拉克开始担任合并后新公司的首席执行官，他沿用了原加拿大信托的管理层、信息技术系统和零售文化，以此来改革并提升道明银行现有零售信贷业务的盈利能力。至2005年，零售信贷业务为道明银行创造了巨大的利润。之后，克拉克决定，美国次贷市场过于复杂，对于道明银行的核心业务来说太过次要。谈起2007年的次贷市场，他表示，“风险加权资产无法捕捉尾部风险，风险价值也无法捕捉……如果我不能理解上述风险，就不应该承担这一风险。如果具有正常智商的普通人无法理解，我们为什么要做？它太复杂了。”（TD,2007）

澳加两国的银行管理层在危机之前是否由董事会推动采取了保守的策略？当然，监管者确实采取了行动，强化董事会的决策权。在澳大利亚，审慎监管署鼓励建立独立而强有力的董事会，鼓励董事会审计和风险等专业委员会发挥积极作用。全体董事会成员都必须在风险声明上签名，而不仅仅是首席执行官或首席风控官（Laker，2006）。澳大利亚审慎监管署不仅与高级管理层会谈，也会与全体董事会成员会谈。该署还有权审查并否决董事候选人，这有助于强化强有力的董事会文化。正如澳大利亚澳洲联邦银行一位董事所述，“我认为，澳大利亚银行的董事大都准备好提出质询，而不是流于形式地履职。不理解，就会大声说出来。这有助于维持自律的风险规避型文化”（转引自Colebatch，2009）。在加拿大，金融监管局将监管报告提交董事会，要求董事们集

体讨论并做出相应反馈（J.Dickson，2009b，第6页）。此外，困扰美英两国银行董事会的许多问题（如第五章和第六章所述）在澳加两国确实不会发生。在澳加两国，独立董事控制董事会，只有首席执行官以及至多另外一到两名高级管理人员是董事会成员。不同于英国，加拿大的独立董事在正常情况下都会长期担任独董。本书第六章曾提及，2007年英国哈里法克斯银行的独立董事平均任职时间为4年。但在加拿大，加拿大皇家银行的独董平均任职时间为8年，丰业银行为13年，蒙特利尔银行为8年，加拿大帝国商业银行为7年。澳大利亚的银行也倾向于聘用具有较多银行和金融从业经验的独立董事。2007年，澳洲联邦银行12位董事中有5位具有银行背景，西太平洋银行6位董事中5位有银行背景，澳新银行集团7位董事中3位有银行背景，澳大利亚国民银行11位中7位有银行背景。但是，澳加两国银行的董事会运作仍受到明显的制约。克莱德·古德利特与本书第六章中引用的普曼的观点类似，董事会终究还是缺乏足够的资源来有效质疑管理层的决策：

> 没有足够资源的董事会如何能保持独立，质询董事会上要讨论的议案？所有在董事会要讨论的材料都装在很厚的文件夹中，里面满是各种分析和建议。作为一位独立董事，如果我要去质疑管理层的分析和建议，我自己需要有一定的独立分析能力……你不能让董事个人来完成这个任务。需要为董事会成员配备充足的资源，董事们才能够质疑管理层。而没有哪家银行……给董事会成员提供了足够的资源来质疑管理层。（访谈，2013年6月11日）

我们未发现有证据表明，澳加两国的银行首席执行官采取保守的经营战略是由于董事会的推动。在两国的银行体系内，首席执行官和其他高级管理层在塑造银行战略方面发挥了关键作用。

监管

在澳加两国，银行首席执行官所处的市场监管环境类似，监管者均在市场中发挥着重大作用。澳大利亚前财政部长彼得·科斯特洛（Peter Costello）曾表示，澳大利亚银行体系的韧性源于该国强有力的“审慎监管安排，使各行符合很高的资本要求，降低次贷规模，并将有毒衍生产品排除在系统重要性机构之外”（Costello，2009）。然而，审慎监管“将有毒衍生产品排除在系统重要性机构之外”的观点是根本不准确的，因为澳新银行集团和澳大利亚国民银行持有此类资产的敞口。不过，澳加两国监管部门的履职方式支持了审慎的主流银行业发展，这一方式也有别于英国（Turner，2009b，第86—88页）和美国（FCIC，2011，第52—66页）的柔性或放任型监管方式。

依据沃利斯调查的建议，澳大利亚审慎监管署成立于1998年，履行原归属于澳大利亚储备银行的审慎监管职责。用审慎监管署前首席执行官格雷姆·汤普森（Graeme Thompson）的话来讲，最初各界期待审慎监管署采用“非侵入式（non-intrusive）和非指令式（non-prescriptive）”的监管立场（转引自A.Clark，2009）。当澳大利亚第二大保险公司澳洲兴业保险（HIH）在2001年因50亿澳元损失而面临清算时，当局改变了上述监管方式。根据约翰·莱克的说法，审慎监管署在兴业保险失败事件后受到来自政治家和评论家的“公开批判”（访谈，2011年11月23日）。审慎监管署执行总经理查尔斯·利特尔（Charles Littrell）表示，兴业保险的失败对于审慎监管署来说是“巨大的震动”（访谈，2011年11月23日）。兴业保险皇家专门调查委员会（HIH Royal Commission，2003）随后呼吁审慎监管署采用“更具质疑性的、问询式的监管方式，在必要时可采用侵入式的”监管立场。有趣的是，皇家委员会的报告大量引用了审慎监管署自己的一份报告，而该报告却是由前加拿大金融监管署主席、加拿大人约翰·帕默（John Palmer，et al，2002）牵头完成的。帕默建议审慎监管署可借鉴加拿大监管者使用的风险分析模型的优点（Black，2006，第10页）。

审慎监管署的约翰·莱克认为，兴业保险的崩溃是一个“响亮的号

角”（Cornell，2009）。肯定正是因为发生了兴业保险危机，审慎监管署才采取了更为强硬的保险业和银行业监管方式，并发挥更积极的监管作用。正如一位银行内部人士指出，“这边的人都害怕审慎监管署……你不想被他们盯上”（访谈，2011年12月10日）。某大型银行的高级风险经理说，“当（他）知道审慎监管署要来走访时，他便开始常常唉声叹气。因为，不可避免地，他们会问一堆问题”（转引自Colebatch，2009）。总体来说，审慎监管署已与银行建立了紧密而具权威的关系。这不像美国等国家那样依赖于重要法条的执行，而是更多依赖于监管和劝告，从而在银行中倡导良好风险管理的原则。按审慎监管署查尔斯·利特尔的说法，“具体的方法不是说有一项规则写明不可以发放‘愚蠢的贷款’；而是监管者必须懂得愚蠢的贷款是什么样的，并采取行动有效应对。因此，如果你愿意这么看的话，我们其实更像是牧羊人，而不是交通警察”（访谈，2011年11月23日）。正如审慎监管署的戴维·路易斯（David Lewis，2008，第6页）指出的，“只有当监管目标和原则内化在被监管机构的文化中时，监管才能最为有效，这是澳大利亚监管部门与被监管机构间关系的认知基础”。

从2001年兴业保险危机发生到2007—2008年金融危机，澳大利亚审慎监管署采用多种方式干预市场以降低系统性风险。2002年，监管当局推出了一个新的风险评估体系，名为“概率和影响力评级体系”（Probability and Impact Rating System，PAIRS），该体系要求银行在审慎监管署（2009）设定规则的基础上自行评估各自的风险敞口，同时在监管者实地走访时证明其评估结果的合理性。自2002年以来，该体系不仅实施对单个机构的审计，还辅以一系列全体系的压力测试，以评估整个银行体系在面对外生冲击时的韧性。审慎监管署也通过资本充足率控制来实现风险敞口最小化。首先，用审慎监管署主席的话来说，审慎监管署“采取了非常强有力的方式”来应对银行哪些资金可视作一级资本这一问题（ASIC，2010，第14页）。特别是在2008年实施《巴塞尔协议Ⅱ》的准备阶段，审慎监管署采取了非常严格的方法。如约翰·莱克所言，“对于《巴塞尔协议Ⅱ》中可自由裁量的地方……我们总是采

用保守的方法”（ASIC，2010，第14页）。其次，审慎监管署（2004）要求发放“低文件”（low-documentation）房贷的银行计提额外资本。第三，审慎监管署（2006）要求银行针对证券化资产和利率或货币衍生品交易持有额外的资本。最后，审慎监管署也坚持要求利用第三方贷款发起机构的银行必须确保第三方机构的信贷评估标准符合银行的标准。

审慎监管署在2007—2008年危机以前的监管立场值得被充分赞赏。然而，它的记录也并非完美。审慎监管署的监管主要集中在与住房抵押贷款和商业贷款相关的主流或传统银行资产负债表的风险上。因为正是后者，在20世纪90年代早期将一些澳大利亚银行拖入了困境。但是，事实上澳大利亚国民银行和澳新银行集团在2007—2008年全球金融危机之前参与了后来被证明是高风险的证券交易，这凸显出以下事实，即审慎监管署并未针对非传统银行业务实施直接的限制性措施，比如对自营交易的限制或是规定银行可以持有的衍生产品价值与总资产占比的限额。关于危机发生的时点，极其重要的一点是，澳大利亚的银行在危机发生之前的几年中正在经历实施《巴塞尔协议Ⅱ》的评审验收进程。审慎监管署在该进程中坚持高标准。这有助于增加银行对其资产质量的关注度。正如戴维·格拉夫顿指出的，“在澳洲市场上，银行最不想做的一件事就是开展可能有损银行信誉的业务”（访谈，2012年2月29日）。另一方面，审慎监管署也没有将美国住房抵押贷款支持证券视为风险来源之一而予以特别关注。事实上正如审慎监管署的查尔斯·利特尔对奇异证券的解释：

> 没有很多深入的分析。我们当时的进程的一个缺点是，对交易部门的信用风险监控要求大大低于对市场风险的要求。当然，当时不是21世纪头10年的中期。银行自身似乎已经忽略了这一事实，即当你交易信用产品时，你事实上是在交易信用风险……我与很多交易此类产品的人交谈过，我说，这也太棒了，就是使用基础资产负债表，做交易，就能获得高额奖金。就跟圣诞节一般……人们盯着因各类证券的相对价值和需求而产生的价格变动风险，但没有人很

> 好地关注过万一这些产品不值钱时会怎样？……没有人在做此类分析。因为，从根本上看，每个人都坚信不疑，并且我认为，从一定程度上讲，澳大利亚审慎监管署当时也身处同一阵营。要知道，这些证券评级为AAA，并且有很好的担保。所有人都表示，那绝对没有任何问题。（访谈，2011年11月23日）

包括西太平洋银行和澳洲联邦银行在内的澳大利亚银行没有参与美国证券市场的交易，并不是由于审慎监管署，而是由于银行自身的风险管理判断。正如澳大利亚国民银行的首席经济学家艾伦·奥斯特（Alan Oster）所解释的，“因此，我其实认为，这是由一系列因素所决定的。审慎监管署肯定与此有关，但我要坦诚地说，各银行在所处环境中的运作方式更为重要”（访谈，2011年10月20日）。

整体来说，虽然作为监管者和监督者，审慎监管署在规范和引导银行管理传统贷款风险方面也许发挥了作用，但没有针对那些危及澳新银行集团和澳大利亚国民银行的证券交易实施显著而直接的约束性监管。关于审慎监管署对于澳大利亚国民银行参与美国住房抵押贷款支持证券交易的失察，该行一位高级管理者如此解释：“如果审慎监管署对此表示过关切，我们肯定不会那样做，对吗？那么，它们是否比银行更了解那些产品……我不这么认为”（访谈，2012年5月8日）。

不管审慎监管署有什么特别的优点或不足，历届澳大利亚政府都支持其关于传统银行监管和系统性风险监控的有效做法，这点是毫无疑问的。德勤经济研究所（Deloitte Access Economics）经济学家伊恩·哈珀认为，在澳大利亚，“我们得以与监管友好相处。我们能够区分政府角色和公共服务角色的区别。监管者也得以实施持续监管”（转引自Cornell，2009）。审慎监管署的查尔斯·利特尔（2011，第5页）强调了政治支持对于银行监管者的重要性：“在过去的数十年里，如果没有广泛的来自公共部门的支持（其中绝大部分来自政界的政治家），必要的有效干预是不可能的。如果你能指出一个政治家更多听从银行而不是监

管者的国家，那么我会告诉你该国一定会发生银行危机。”

在加拿大，监管者同样得到强有力的政治支持。加拿大金融机构监管署于1987年成立，此前加拿大北部银行和加拿大商业公司相继倒闭，同时又发布了一份针对监管体系缺陷的尖锐报告（Estey，1986）。1994年，在大型保险公司合众人寿（Confederation Life）倒闭之后，金融机构监管署获得了新的早期干预权力，从而可以命令银行“中止”业务（Black，2006，第7页）。当时，金融机构监管署也获得了一次新的职责授权：

> 监测和评估可能对机构产生负面影响的全系统或全行业的问题；监督联邦监管的金融机构和私人养老金计划，以确认其财务状况是否稳健；在存在重大缺陷的情况下迅速向机构和养老金计划提出建议，同时迅速有效地采取或要求管理层、董事会或养老金计划管理人采取必要的纠正措施。（FSB，2009，第2页）

加拿大金融机构监管署负责人朱莉·迪克森（Julie Dickson，2011）认为，如此精确的授权有利于该机构的履职。

> 我们认为，这是相当不错的职责授权。该授权似乎也起到了作用。它需要我们非常专注，因为它的表述是“理解机构的财务状况；迅速有效地采取行动”。请注意这个词“迅速有效”。其他国家没有类似的授权表述……在英国，其职责是推动伦敦成为全球金融中心。如果在那种职责之下，作为监管者，相比于我们为履行职责所做出的决定，你将做出与我们完全不同的决定。

加拿大金融机构监管署的职责授权对于普遍存在的怀疑金融市场自我监管能力的论点是有力的补充。金融机构监管署前负责人尼古拉斯·拉潘（Nicholas Le Pan，2005）认为，“在我看来，金融体系不会总是按

完美的金融经济模型运行”。朱莉·迪克森（2009a）也表达过类似观点，“金融机构如果毫无顾忌，必将冒险，这可能会导致高昂的社会代价”。

正如澳大利亚审慎监管署一样，加拿大金融机构监管署要求被监管的银行维持相对较高的资本标准。其中，加拿大的银行在2007—2008年危机之前必须达到一级资本7%和总资本10%的充足率（与此相对照的是，《巴塞尔协议Ⅱ》的要求分别为4%和8%）（FSB，2012b，第12页）。此外，金融机构监管署还坚持实施总杠杆比例这一监管指标，该指标不考虑不同类型资产的不同风险权重，仅考量银行表内外债务价值对资本的比例。在1982年，总杠杆率起初设定为不得高于30的水平，但是在20世纪90年代中期随着合众人寿倒闭，该比率上限一度调低为20。自2000年以来，银行可向金融机构监管署申请，实施23的上限水平。从表面上看，这意味着监管标准的放松。然而，正是由于在此框架下给予金融机构监管署的自由裁量权，监管者有机会向首席执行官和董事会提出有关该机构市场敞口的预警性关注：“不为外界所知的是，对金融机构杠杆率上限相对频繁地来回调整……取决于我们对于机构风险的评估结果。因此，当我们观察到高企的风险，我们将降低杠杆倍数。所以它再次有效地控制了增速。”（访谈，金融机构监管署高级监管官员，2013年6月11日）另一位监管者同意这种有关监管的强势观点：

> 我一次又一次注意到此类情况，只要银行体系允许，银行就会试图施加影响。不过，我们的体系恰恰不允许这一点。我记得在危机发生之前与一些银行家的对话，当时，他们表示，“只要有资产与资本倍数的限制，我们便无法竞争”。我看看他们后说，“这不可能发生”。于是对话便到此结束。（访谈，2013年6月11日）

当金融危机开始的时候，如布思（Booth，2009，第14页）所述，加拿大银行业的整体资本较加拿大金融机构监管署的监管要求高出

40%。这也意味着金融机构监管署不时在向其拥趸鼓吹这一点：金融机构监管署的保守主义与银行自身对风险的态度是相互补充而非相互对立的。然而，如果在没有实施杠杆率的情况下，银行将如何行动，这样一个反事实假设问题容易误导人。金融机构监管署也许会表示，监管行动的有效性不在于特定规则的运用，而在于强调在银行内推行良好的风险管理实践，以及维持与银行就风险管理方法的持续对话。朱莉·迪克森将金融机构监管署的监管方法描述为：

> 试图要获知发生的每一件事。我们不想在一系列方框内打钩，因为那不是很有效……让律师审查这条或那条条款并争论某件事可为还是不可为，这也不是正确的对话方式。正确的对话是有关原则的对话。你必须知道你正在承担什么风险。（Freeland，2009）

加拿大银行家协会的马里恩·罗贝尔曾表示，“加拿大监管体系的优点之一便是，与审慎监管者金融机构监管署的持续对话”（访谈，2013年6月5日）。根据格雷格·麦克纳布所述：

> 我们去告诉我们的监管者，“我们有一个客户，计划做A、B和C，我们的观点是这些业务类似于D、E和F，而银行传统上已经在做D、E和F，或是证券交易商已经在做D、E和F，但是我们想与你们开展对话，提前了解你们的观点”。因此，这样的讨论有时实名、有时匿名展开。但是，这就是我们在此过程中经常扮演的角色，因此，之所以能够对话，是因为监管者会坐下来与你沟通。我想，在美国，他们基本上会说，“瞧，这要么违反法律，要么不违反，你自己确定到底违不违反，但是一旦你错了，我们将采取措施”。（访谈，2013年6月4日）

正如在澳大利亚一样，加拿大金融机构监管署没有干预并阻止加拿大帝国商业银行和道明银行进入美国次级证券市场。监管者整体上也没

能理解加拿大不少银行和金融证券交易商对短期资产支持商业票据市场敞口的风险，从21世纪初开始，这些机构便在这一市场为通过表外通道和其他表外安排购买证券化资产进行融资（Puri，2012，第180页）。总体上看，加拿大的证券化水平远低于美国和英国。但是2006年，该市场仍募集到1160亿加元的资金，其中2/3的融资由加拿大的银行提供担保，另外1/3由包括美国单一债券保险公司在内的外部投资者担保。当2007年美国次贷危机爆发时，这一部分市场完全崩溃，必须借助政府支持才能进行重组（IMF，2008，第20—23页；Senate Committee on Banking，Trade and Commerce，2008）。金融机构监管署仅负责监管金融体系的整体状况，证券交易在州的层面进行监管。不过，未能有效监管这一市场反映出更具普遍意义的一个问题，即未能认识到宏观审慎监管方式的价值。戴维·朗沃思（David Longworth，2013）认为，在危机前，金融机构监管署聚焦于单个银行的资产负债表，而没有认识到顺周期效应和系统性风险。加拿大银行从央行角度出发，狭隘地关注传统的通胀率和汇率目标，并不关注有关金融稳定的诸多宏观问题。然而，必须将此类错误置于加拿大综合表现的背景下来看待。正如金融机构监管署一位高级监管者所言："周一早晨，总是比较容易判断足球比赛中发生了什么。"（访谈，2013年6月10日）尽管各自均有其不足，但金融机构监管署和澳大利亚审慎监管署与美英两国监管者相比，已经取得了令人羡慕的表现。

最后，对房地产市场的缜密监管，即不鼓励银行从事投机性房地产借贷，支撑了有效的银行监管。澳大利亚审慎监管署要求银行若发放低文件的房屋贷款，则必须计提额外资本。次级借贷和房地产投机不受鼓励，这一方面是由于存在全额追索型的住房抵押贷款（即银行能够追索违约贷款人的资产），另一方面也是由于《统一信用法案》（Uniform Credit Code）的施行，该法案明确规定贷款人有法律义务去恰当评估借款人的信用度。此外，在澳大利亚，家庭不可以将住房抵押贷款利息在税前扣除，因此也防止了借款人为税务原因而维持较高的抵押贷款额。货币政策在控制房地产市场的增长方面同样重要。澳大利亚储备银行保

守地实行较高利率的政策，特别是在2003年和2004年该行通过提高利率促进了房地产市场的冷却和稳定，当时，房地产市场已明显过热。西方只有为数不多的几家中央银行有此先见之明（也许还需足够的勇气）预先提高利率，来应对这种形式的资产价格膨胀，澳大利亚储备银行便是其中一家（Bell，2004）。这些行动的效果以及强劲的市场需求，有助于稳定市场，巩固经济增长，扩大银行的资产负债表，并推动银行获取强劲并且可持续的利润业绩。

加拿大的住房抵押贷款市场同样也相对保守，特点是存在全额追索贷款以及广泛采用固定利率抵押贷款（每五年重新设定一次利率），而非浮动利率或仅偿还利息的贷款（Kliff，2009）。然而，加拿大市场最与众不同的是，该国定有一项规则，要求初始存款低于20%的贷款必须有全额担保，担保人可为加拿大住房抵押贷款公司（Canadian Housing Mortgage Corporation），或经核准的本身由联邦政府担保的联邦保险机构（FSB，2012a，第13—14页）。在美国，政府支持的抵押贷款提供商房利美和房地美鼓励银行和住房抵押贷款经纪商发放不负责任的贷款，而这些贷款随之可由两房实施证券化。在加拿大，银行还要受到以下规则限制：银行不得发放贷款价值比高于95%的贷款或者年度还款额高于家庭收入32%的贷款。因此，加拿大住房抵押贷款中与美国次贷具有相似特征的比例低于3%（FSB，2012a，第13页）。这些监管规则同样有助于解释为什么加拿大证券化市场规模会如此之小。持有住房抵押贷款的机构获得了贷款担保，其后续效应之一便是，从银行的角度看账面上大部分贷款事实上是无风险的。因此，住房抵押贷款的资本风险权重更低，这也降低了加拿大的银行开展贷款证券化的动力。2007年，加拿大的贷款中仅有30%被证券化，而美国的这一比例则超过60%（Kliff，2009，第5页）。此外，加拿大被证券化的贷款中约80%是由加拿大五大银行中的一家所购买的。这意味着，当金融危机发生时，最大型银行的资产负债表因这一相当安全的资产类别而得到巩固。

本章小结

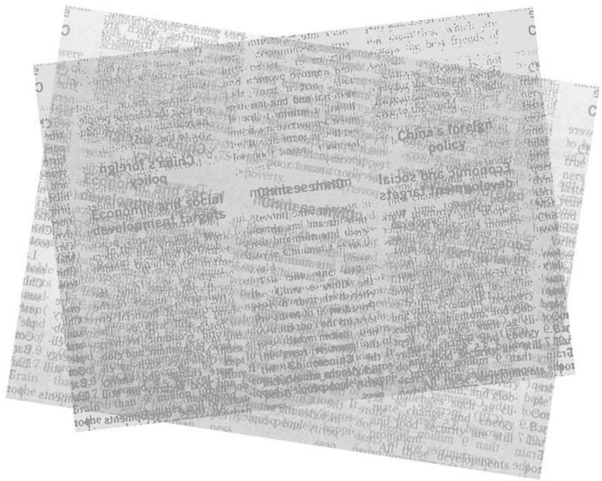
在澳加两国，市场结构和市场条件是解释两国银行体系相对保守的主要因素，市场结构和市场条件限制了竞争，降低了并购威胁，有助于通过传统银行业务实现高利润。而两国银行高管层和监管者的行为方式也有助于上述市场机构和条件的形成。他们从过去的危机中吸取教训并审慎行事，其中具体包括20世纪80年代中期的加拿大银行危机，90年代早期澳大利亚的危机，以及两国各有一家主要保险公司的倒闭。然而，市场条件和历史教训并没有阻止两国部分银行也参与到高风险、高杠杆的交易中，但总体而言，澳加两国的银行相比大多数美英同行，其经营要审慎得多。然而，澳加两国能吸取历史教训，这也引申出一个问题，那便是为什么英国和美国的银行家和监管者在2008年金融危机之前没有从它们自己的早期失败中吸取教训——比如英国的国际商业信贷银行（Bank of Credit and Commerce international，倒闭于1991年）、巴林银行（倒闭于1995年）、公平人寿保险协会（Equitable Life Assurance Society，倒闭于2000年），以及美国20世纪80年代的储贷崩溃或是1998年倒闭的长期资本管理公司。主要原因似乎是美国和英国的竞争压力更大，妨碍了他们对历史教训的吸取，使得银行有强烈的动机通过创新性金融工具去追求高利润，尤其考虑到市场机会遍布的情况。但另一方面，如汇丰和富国等银行的高管层也援引早前金融危机的例子来证明其保守主义的合理性。不过，在美英两国，妨碍吸取政策教训的因素非常强大，任何未能实现足够的短期利润的管理者都很可能被撤职。在澳加两国，政治家和监管者表面上仍坚持市场竞争，但澳加两国坚守“四大支柱”政策，也强化了政府反对银行合并的态度。两国的竞争规则对于强化最大型银行的市场地位产生了非预期的效果，因此也保护了大型银行的盈利能力以及吸取经验教训的机会。行为人的能动性和市场结构的共同作用，形成有韧性的银行体系。

在澳加两国，虽然国内市场动能对于塑造银行行为模式起到了关键

作用，但是市场和监管以互补的方式共同发挥广泛作用是不争的事实，这一合力有助于推动银行主要朝着保守的方向行进。这一互补性，也有助于调和银行家和监管者的利益，降低两者之间冲突的概率。这种制度性条件及其互补性符合包括资本主义类型理论（VOC）在内的广义的制度理论，该理论强调一国的制度安排和制度互补性如何影响公司行为模式，从而进一步塑造该国资本主义的独特形式，或“自由的”（liberal）资本主义，或“协调式的”（coordinated）资本主义。然而，关于银行行为的更广泛的比较视角揭示了资本主义类型理论关注制度性条件和互补性的研究路径所存在的问题。资本主义类型理论的研究路径基于一个基本的制度决定假设，即假设在相同制度环境下的公司将以相同方式行事。但是，类似的银行危机近来却发生在不同类型的资本主义体系（“自由的”或是“协调式的”）下，这表明资本主义类型理论的研究路径可能过分强调了国家制度性的条件作用的相关论据（Crouch，2005）。而且，如果我们将发生在澳大利亚、加拿大、美国和英国的情况做一对比，很明显，“自由的”市场体系事实上也呈现出不同的制度历史、不同的市场和监管条件。比如，澳大利亚和加拿大，名义上同为“自由市场经济体”（Hall and Gingerich，2009，第453页），实际上拥有高度结构化的银行市场和相对强势的监管。对于这种比较下的混杂性或多样性程度，资本主义类型理论无法解释（Deeg and Jackson，2007）。这表明，可能更有效的研究路径应更多关注行为人的能动性，强调一国制度环境如何呈现多元化特征以及预留制度创新空间的特征。以行为人为中心的历史制度主义可以解释这一结果。理性行为人模式，以及作为资本主义类型研究方法的基础的广义“系统”理性可能因此需要修订。在澳加两国的例子中，显著的制度互补性不是理性设计的产物，在更大程度上，它的产生具有偶然性，也受到历史经验和政策遗产的影响。事实上，比如在“四大支柱”政策的例子中，有意识的政策设计迅速瓦解，政策初衷是为支持银行业竞争，但最终却成为对银行业寡头结构的巨大支持。

1. 勘误:原文为澳元，应为加元。——译者注

第九章
银行改革



在此次金融危机爆发之前，业界普遍认为，银行业和金融业已经进入一个全新时代——金融创新，尤其是资产证券化已经驯服了风险。有效市场假说被尊为一种信念，人们相信银行高管会确保机构的长期经营利益，而“柔性”的金融监管则被视为是最恰当的监管方法。

重大危机往往会颠覆传统经验法则，这一次也是如此。此次危机使得“经济和金融学科领域的主流核心理论几乎整体翻车”（Turner，2009a），并引发了“对金融监管的根本性反思”(Goodhart，2010，第173页)。曾经被推崇备至的自由市场主义大师，如格林斯潘走下神坛，遭到广泛质疑，现在，金融市场被普遍视为高风险、不稳定的领域。

由于金融危机及随后救市行为导致的“依然沸腾的公众怒火”（The Econo-mist，2011），以及其他因素的共同驱动，各国政府已出台新的监管举措作为回应。然而，危机后关于银行家巨额奖金和银行失当行为

的一系列曝光，诸如摩根大通银行近60亿美元的所谓“伦敦鲸”交易损失，伦敦银行同业拆借利率操纵丑闻，多家银行客户利率对冲交易的失误，银行参与国际性洗钱等，更加激怒了政府和普通大众（Elliot，2012;C.Ferguson，2012;Hutton，2012;Johnson，2012）。

迄今已经推出的各项改革措施在此次危机之前是不可想象的，它们预示着银行和金融领域将出现更多的政府干预。其中主要包括提高银行资本水平，新的系统性宏观审慎监管方式，以及旨在将零售或商业银行业务与高风险投资或交易商银行业务分开的结构性改革。本章将简要介绍这些改革举措。本书认为，改革遭遇了大量抵制，有证据表明，由于强大的银行和金融利益集团的成功游说，一些具体改革举措已经被削弱。部分原因在于，很多改革的决策，尤其是具体落实，是由一些专业技术委员会在远离公众视线的隐蔽世界里进行的。这是一个适合银行业和金融业的竞技场，因为他们在专业技术、资源和人脉方面占据压倒性优势。就在危机之后，在公众和政府对于银行仍存强烈不满之时，改革的效果在一定程度上就已被削弱，这也预示着在下一次必然的金融繁荣（financial boom）形成过程中，立法者和监管者缺乏足够的能力，去阻止改革被进一步弱化或留下规避空间。

本书还认为，截至目前，金融改革措施尚未直接触及危机的根源——金融化与自由化的结合，自由化不断激发对更高利润的狂热追求，金融化则导致出现大而不倒、过于复杂且难以管理、充满系统性风险的银行业。新的改革试图使大型银行能缓冲或抵御这些威胁。但是面对根深蒂固的结构性问题，改革只是在制度层面做了有限回应。

在技术和政治层面，改革难以实施，并将成为激烈游说和试图规避的对象。监管套利使得高风险业务转移到影子银行，这一重大挑战日后还将更加凸显。金融体系就像一个气球：挤压一部分，另一部分就会膨胀。在现有改革路径下，现代金融规模庞大、复杂和快速演变的特点，将使得监管者陷入追赶金融创新者的比赛中，且处于明显劣势。就像在

体育界，反兴奋剂当局总在永无休止地追赶着新一代药物和规避策略，同样，银行业监管者的管理能力、资源和专业性也都面临类似的严峻考验。

更根本的是，政府部门和金融部门之间依旧存在着强大的相互依赖关系，这说明我们在范围和规模上，还没有对当前的大金融（big finance）构成挑战。作为金融体系的核心结构性特征，风险激励和系统性风险仍旧是主要威胁。问题是，主要经济体的政府和改革者并未从根本上质疑或挑战其金融部门的范围和规模。这意味着大金融仍将保持巨大的规模和力量。

确实，政府在初期的一些改革战役中取得了胜利，尤其是通过立法实施了大量结构性改革，以及在一定程度上提高了资本水平。但是金融业的力量、规模以及适应性，很可能使政府反而在更广范围内输掉银行改革这场战争。一些改革领导者，比如英国的阿代尔·特纳（2009a）曾将大量金融活动描述为“对社会无用”的投机活动。但英美两国政府仍执意认为，一个巨大的金融部门是经济的关键组成部分。政府和国家领导人的权力和能力，不仅是特定属性的产物，更是与关键对话方的政治关系的结果。阻碍银行业彻底改革的主要问题是，政府严重依赖大金融，在观念上认同支持大金融部门的想法。国家和社会各个参与主体之间形成有效、协同的相互关系，学者在关于“国家能力”（state capacity）的研究文献中将其视为国家权威和国家权力的合法基础。埃文斯（Evans，1995）发明了术语“嵌入式自治”（embedded autonomy）[注]来描述这种情况，维伊斯（Weiss，1998）则用“治理性相互依赖”（governed interdependence）来表达相似的观点。问题是，英美等主要经济体的政府与金融的相互关系不仅效果欠佳，而且功能紊乱。私有部门利益团体的影响力对治理责任构成严峻挑战。因此，要驯服金融业，就要求我们对整个金融体系以及改革的新“理论”进行根本反思。金融体系需要变得更小更简单，着重服务实体经济。政府能否完成这个任务是一个重大问题。

本章第一部分简述到目前为止的改革举措。之后阐述了国家精英们改进后的观点，是如何在后危机改革时代与银行的较力之中为其助力。危机以来，虽然政治家头脑中的观念确实发生了转变，但转变仍然有限。国家精英，尤其是政府领导，存在思维定式，认为庞大和复杂的银行部门仍是经济的中心。在后危机时代，政府领导在和银行部门的较量中，或许本可以取得一些引人注目的政策胜利，但是在接受一个具有较高系统性风险的庞大、复杂、不断发展的金融体系时，他们在不知不觉中已长期被置于监管政策竞技中的不利地位。

改革

2009年，英国财政大臣阿利斯泰尔·达林（2009）在伦敦城市长官邸的演讲中，对在场的银行家和金融从业者说："我们不能再一如往常。如果在场的，或行业中有人认为他们可以当作一切都没有发生而继续其经营之道，那他们应该好好反思。"与此评论相呼应，美国财政部副部长尼尔·沃林（Neil Wolin，2009）对独立社区银行家协会（Independent Community Bankers Association）说："这次金融危机，有一件事是清楚的，那就是我们不能再一如往常。"2009年1月，奥巴马总统当选后即肩负改革华尔街的使命，时任白宫办公厅主任拉姆·伊曼纽尔（Rahm Emannuel）引用了丘吉尔的名言"永远不要浪费一场严重的危机"来显示政府的决心。

然而在英国，由于新工党和伦敦金融城之间有着密切的政治关系，使得改革在最初被拖延。来自工党的首相戈登·布朗公开谴责银行造成了此次危机，但却避而不谈实质性的改革措施。此后，英格兰银行前行长默文·金（2009b，第3页）曾在2009年抱怨说："从来没有一个领域像金融领域这样，这么少的人欠这么多的人这么多钱，这在金融业闻所未闻。而且，有人可能还会说，到目前为止几乎没有任何实质性的改革。"英国政府2009年的白皮书和随后2010年版《银行法》（Bank Act

of 2010）都有大量内容来自城市大公罗伯特·威格利（Robert Wigley）和花旗前董事长温·比肖夫（Win Bischoff）爵士的两份报告，以重申金融业在英国经济中的“关键”作用，并且拒绝了将零售银行和投资银行业务正式分离的建议。达林（2009）下定“决心”，要与银行部门共同努力，“保持英国在世界金融服务业的中心地位”。尽管金融服务管理局在危机爆发前的表现不佳，但政府仍然确认将其作为主要监管部门。同时，政府还回避引入限制银行家绩效奖金的监管规则。

自2010年以来，由保守党和自由民主党组成的联合政府，在戴维·卡梅隆（David Cameron）的领导下变得比以往更加活跃。政府认可了由巴塞尔银行监管委员会颁布的《巴塞尔协议III》。在此次金融危机之前的几年，各国一直在推行和实施《巴塞尔协议 II》。现在，《巴塞尔协议 II》的弊端已经清晰显现。它不仅没能降低风险和避免危机，其特定的风险评估框架和方法反而让问题更严重。《巴塞尔协议 II》仅狭隘地关注单个机构的稳健性，过于偏信这样的监管哲学，即假设市场是充分有效的，银行家是理性的，市场竞争是有益的。这个观点成立的前提是市场充分透明，单个机构能有效管理风险。当然，现实正如《特纳报告》（Turner Review，2009b，第45页）所总结，“过去5年的实践已经充分证明市场纪律的严重不足”。柔性监管没有解决市场的非理性、有严重缺陷的投资策略、市场的顺周期动力和金融机构之间复杂的关联性等问题。其结果是，在危机酝酿之时，在系统性风险日积月累时，许多风险指标看上去仍然十分完美。《巴塞尔协议II》还有其他弊端，如对资本的定义过于粗略，资本缓冲的质量和数量过于有限，在危机之前已经有一部分被破坏，在危机期间又被证明极其不充分。更加严重的是，正如前文所述，《巴塞尔协议 II》赋予抵押贷款支持证券的风险权重太低，从而鼓励了影子银行部门的表外业务活动。《巴塞尔协议 II》还把风险管理移交给了银行和信用评级机构，带来了灾难性后果。

不幸的是，尽管《巴塞尔协议 III》对银行的资本水平提出了更高

更具体的要求，但它并没有彻底脱离《巴塞尔协议 II》。《巴塞尔协议 III》要求银行至少有75%的资本是高质量的一级资本，其中至少4.5%必须是普通股本资本（《巴塞尔协议 II》规定是2%）。《巴塞尔协议 III》还新增了与资本缓冲相关的规定，包括2.5%的资本留存缓冲和高达2.5%的宏观审慎逆周期资本缓冲，后者在信贷总量过度增长时使用。这些新资本水平要求需在2019年之前逐步完成。《巴塞尔协议III》还提出了新的杠杆率要求，即银行的权益资本与总资产的比例至少为3%。英国政府已经确定，系统重要性银行持有的资本应高于《巴塞尔协议 III》新资本充足率的要求。2012年财政部白皮书建议，大型系统重要性机构的风险吸收能力应达到风险加权资产17%的资本量，其中包括4.5%的最低股本资本，此外还应有其他股本和非股本资本缓冲（HM Treasury,2012，第35页）。政府还认同这种主张，即赋予负责处置的部门法定自救（bail-in）的权力，在“不使用国家资源”的前提下，帮助债权人参与处置银行。政府白皮书指出，自救策略将“使得无担保债务的债权人承担处置一家银行的成本”，从而“重新匹配银行业的风险和回报”（HM Treasury，2012，第40页）。“通常认为现有大型机构享有政府的隐性担保，通过提高当局有序处理经营失败的金融机构的能力，政府正在大幅减少这种担保。”（HM Treasury，2012，第51页）

《巴塞尔协议III》的监管规定毕竟有限，英国总体的监管责任由金融政策委员会（FPC）和审慎监管局承担。这种安排在2011年2月在英格兰银行内部以影子形式存在，后于2013年4月以法律形式正式得以建立。这个10人组成的金融政策委员会——仿照货币政策委员会的模式——负责“识别、监测和采取措施消除或降低系统性风险，以保护和增强英国金融体系的韧性”（HM Treasury，2011b，第7页）。在这个新的委员会成立之前，英格兰银行的官员曾公开表示对《巴塞尔协议III》充分性的担忧。比如，2010年10月，默文·金认为《巴塞尔协议III》是“朝着正确方向迈出的一步”，但同时警告“光靠协议本身并不足以阻止另一场危机的发生”。金融政策委员会成立后，按委员会自己的话来说，他们对资本充足率持“保守而全面的态度”（FPC，2013b，第5页）。比

如，2013年3月，金融政策委员会要求负责银行和其他金融机构日常监管的审慎监管局再次对资本充足率进行审计并采取监管措施，以确保银行采用适当的风险权重，并且充分考虑未来利率上升以及因行为不良而面临处罚的潜在成本。结果显示，英国银行业需要额外补充270亿英镑的资本量。金融政策委员会（2013b）曾指出，随着经济的复苏，它会进行更多的压力测试，以确保资本持续充足，并且还要出台针对具体“部门”的资本要求，以控制某些特定形式的信贷或交易业务。

2011年，由约翰·维克斯爵士（John Vickers）任主席的银行业独立委员会（Independent Commission on Banking,ICB）提出，以“围栅”（ring-fencing）的方式，在制度上将普通的高街[注]或零售银行业务与风险较高的投资银行业务分离，政府对此表示认同。在此安排下，被围栅分离的各银行将拥有自己独立的资本和董事会，并作为单独的法律实体存在。高街或零售银行将被要求和银行集团内的其他实体分离运作，以确保能够持续经营而不受集团其他机构财务状况的影响。《金融时报》称这项提议是“这个时代英国银行业最大的剧变”(Goff，2011)。最终，2010年6月，英国政府宣布计划引入银行税以增加额外收入，并根据债务期限设定浮动税率，征收负债税，以控制批发借款业务。2013年，财政大臣承诺将提高银行税征税总量，在2014—2015年达到27亿英镑，在之后几年达到29亿英镑。

美国政府和监管部门也同样认可《巴塞尔协议III》的框架，并于2012年6月颁布了新的监管规则以指导协议的执行。参众两院关于银行业改革的提案也被纳入总括性的《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，以下简称《多德—弗兰克法案》），并于2010年7月通过。此法范围十分广泛，包含新的审慎和宏观审慎监管、结构改革，以及一系列其他措施。针对《多德—弗兰克法案》的《柯林斯修正案》（Collins Amendment）收紧了对资本的定义，在必要时对银行和其他机构提出了最低资本和流动性标准，规定了比《巴塞尔协议III》框架更短的分阶段

达标时限。法案要求加强对资产超500亿美元的大型银行和金融机构的审慎监管，其中包含系统重要性非银行金融机构。法案还要求那些大量从事证券化、衍生品交易、回购交易以及其他具有潜在风险或破坏性交易的金融机构持有额外资本。《多德—弗兰克法案》同时也要求对机构开展常规性压力测试。《多德—弗兰克法案》第616条要求设立逆周期资本缓冲，与《巴塞尔协议III》的要求类似，第165条规定了比《巴塞尔协议III》更严的杠杆率限制，债务股本比不得超过15。在《多德—弗兰克法案》下，监管部门被赋予了依法禁止高风险交易活动，以及对被认定构成系统性风险的金融机构实行重组的权力（Richardson，Smith and Walter，2011，第197页)。《多德—弗兰克法案》还有一些新的规定，如要求此前几乎不受监控和监管的场外交易衍生产品市场转移到更加结构化、更透明的交易场所。

《多德—弗兰克法案》第939条删除了在信用评估时参考信用评级机构的规定，取而代之的是要求监管者寻找其他评估金融风险的适当手段，这是对信用评级机构的明确谴责。为解决“大而不倒”的问题，法案还要求系统重要性金融机构制定“生前遗嘱”或处置计划，未来此类计划将由联邦存款保险公司实施监管。该计划排除了纳税人的支持，取而代之的是提出了股东和债权人“自救”计划，并对幸存的大型金融机构通过事后征收，以协助可能的外部救助。奥巴马总统这样评价这项新政：“再也不会要求美国人民为华尔街的错误埋单。再也不会让纳税人为救市计划出资。”（Quinn，2010）该法案还提倡使用应急资本，有时也称为有条件可转换债券（CoCo bond）。它实际上是危机时期的一种自救融资机制，即在一定情况下，债务可转换为股权。《多德—弗兰克法案》同样要求为标准化的衍生品交易建立一个中央清算所，改革住房抵押贷款，提高对冲基金的信息披露水平，对资产证券化产品的发起人提出强制留存比例要求，以及成立金融消费者保护局（Bureau of Consumer Financial Protection）（由美联储提供费用）。

在监管层级设置方面，《多德—弗兰克法案》建立了10人制金融稳

定监督委员会（FSOC），包括各主要监管机构，并由财政部长担任主席。金融稳定监督委员会将可作为独立主体受到法庭指控。相较于危机前对于系统性稳定问题的忽视，新设立的委员会将明确承担监测和应对系统性风险的职责。金融稳定监督委员会还有权判断大型非银行金融机构是否符合系统重要性标准，并有权引导美联储等附属机构密切监测任何有可能构成系统性风险的金融机构活动。从理论上讲，尽管金融稳定监督委员会将不会是一个“前线”监管者，需要依靠来自附属监管机构和新成立的金融研究办公室（Office of Financial Research）的信息，但以上安排仍有助于监管效力的集中。毫无疑问，美联储是危机后权力再分配中的最大赢家，并将有权监管最大型银行。不过，美联储也将接受新的限制和更多的监督，尤其是在危机中向非银行实体提供融资和流动性的能力受限。有关部门将转而依赖一套未经检验的全新的监管和危机处置机制。尽管监管权限集中度得以提高，但危机前已有的监管机构仍将继续运行，一些长期形成的制度碎片化问题至少仍将部分存在。

《多德—弗兰克法案》还包含一个名为“沃尔克规则”（Volcker rule）的修正案，其目的是限制美国的银行从事某些投机性自营交易投资，这些业务无益于消费者，却产生系统性风险。这是银行体系的结构性改革，和英国提出的对高街银行的“围栅”改革有一定相似性。“沃尔克规则”的原始版本允许大型系统重要性银行从事商业和投资银行业务，但试图限制后者的范围，即禁止联邦存款保险的参保吸存银行开展自营交易、对冲基金业务、商品投机以及私募股权基金管理等业务。这些禁止业务需要转移到独立的机构之中，主银行不应持有这些机构的股份或与其关联。此举和《格拉斯—斯蒂格尔法案》将商业银行业务和投资银行业务相分离的初衷不无相似。

英美两国金融改革的一个重要共同点是：政治家、央行官员和监管者都同意应采用宏观审慎的监管方法。在危机爆发前，每个国家都将审慎监管的重点放在单个银行的内部资本缓冲和总体财务状况上。英国实行三方共治的监管制度，财政部、英格兰银行和金融服务局分别负责财

政政策、货币政策和微观审慎监管，但同时也意味着“没有任何一个机构有责任、权威或权力去监管整个金融体系”（HM Treasury，2011a，第12页）。正如特纳勋爵（2009a）所说：“整体情况失察了。整个经济体系的信贷扩张和资产价格的整体趋势没有与某些业务发展趋势相结合，因而没能发出警告。”宏观审慎监管以更广阔的视野看待金融体系，并在整个金融体系和经济周期中，将资本缓冲和其他监管手段与系统性风险联系起来。宏观审慎政策希望在经济周期良好时建立起资本缓冲，从而限制市场主体的行为，并用于随后可能出现的经济衰退。这种方法使用的主要政策性工具包括：逆周期资本要求、动态贷款损失准备金、逆周期的流动性要求、对放贷总额上限的管理、存款准备金率、资产收购的杠杆限制、住房抵押贷款的贷款价值比、贷款收入比、有担保贷款的最低保证金、交易税和资本管控（Baker，2013）。宏观审慎理念中的许多假设来源于各类金融不稳定和行为金融学理论，强调市场的非理性、羊群效应、亲周期性和网络外部性（如第二章所述）。前英格兰银行副行长保罗·塔克（2011，第3—4页）认为，这种从“默认假设核心市场在大部分时间或多或少都是高效的”到“认为市场效率低下，充斥着偏好性习惯、不完善的套利、羊群效应，以及缺乏理性的行为人”的转变，是一种实质性的“格式塔跳跃”（gestalt flip）[注]。宏观审慎思维在危机爆发前就已被迫退出，因为它对当时盛行的以市场为基础的意识形态和理论构成了挑战。但自危机爆发以来，宏观审慎监管迅速成为新的正统主流观点，尤其是在官方政策团体中（Borio,2009，第32页；Baker，2013）。英格兰银行的安德鲁·霍尔丹（2009）认为宏观审慎监管是“一个新的意识形态和一个伟大主张”。

赢了战役

美国前财政部长蒂莫西·盖特纳（2012a）曾愤怒地抱怨说，银行业正遭受着某种形式的“金融危机失忆”，主要针对的是银行家和金融家抵

制改革的做法。然而，如果我们认为银行家们有能力投改革的否决票，那就错了。在政治领域，银行家们进行过激烈的游说，他们强调改革的经济成本，以减资或将投资转移到国外相威胁，试图施加“结构性权力”（Lindblom,1977）。然而，银行的这些尝试，特别是在有关结构性变革的高调抗争中，已经受到政府的挑战。

结构本身并无自带的“说明书”（Blyth，2003）：结构性权力的意义和影响需要核心行为人在实地的解读与实施。这些行为人能够协调结构权力关系，即强化或弱化这种权力的重要性（Bell，2013；Bell and Hindmoor，2013）。这凸显了银行改革的政治中的一种重要因素。银行危机的规模和代价已经让政客们尝到苦头，同时公众由于银行危机而产生的愤怒和不满也使他们有着强烈的动机在后危机时代及时发起变革。事实上，银行在高调的政治抗争中对改革的正面攻击收获寥寥。由此获得的一个教训就是，政治战役的舞台至关重要。卡尔佩珀（Culpepper，2011）认为，企业力量的大小会随着企业和政府相互作用环境的不同而不同。一方面，“当政党……了解到媒体正在大肆讨论政治议题——而且公众也在关注——他们就会有强烈的来自于选举方面的动机对舆论压力做出回应（Culpepper，2011，第ｘｖ页）。另一方面，在远离公众和媒体视线的“安静”的政治领域，商界却一直可以与政府讨价还价，并调配其关键的资源，包括网络、专业知识以及关于“基层事实”的认知等（Culpepper，2011，第189页）。英国结构改革的高风险政治很好地诠释了这种权力模式。如前文所述，2010年大选之后，联合政府采取了一种更为激进的改革立场。而正是这个偶然的选举打开了传统的英国金融业封闭的大门，使其接受公众监督和政治干预（Engelen et al，2011）。执政后不久，政府就成立了银行业独立委员会，建议对商业银行业务采用围栅式管理。但银行认为，此举会威胁到英国银行业和伦敦金融城作为国际金融中心的地位。同时，关于围栅原则会危害银行的盈利能力并导致失业的分析报告也助长了银行的游说。巴克莱银行在提交给银行业独立委员会的意见书中表示，“如果英国银行的结构发生重大或单方面的改变，只会导致英国银行业竞争力下降。”劳埃德银行集团

（2010）也认为，这些变革“会大幅减少家庭和小企业可获得的信贷”。与此同时，报刊也报道，出于对未来盈利能力的担忧，汇丰银行和渣打银行正在考虑将其总部和股票上市地从英国分别移向香港和新加坡，而巴克莱银行也打算把自己部分营业机构转移到海外（Jenkins,Goff and Parker，2011）。相似的情况也出现在美国，“银行和华尔街均认为，过度监管会把金融服务业挤向海外”（Borak，2011）。

在金融繁荣时期，银行若威胁撤资或把投资转移到国外，在政治上可能会非常奏效。如第一章所述，在这种时候，政策讨论往往以经济大臣鲍尔斯（Ed Balls，2006）提出的问题为出发点：“我还能做些什么……来支持和增强银行业在我们经济中的关键作用？”然而，在后危机时代，银行的威胁已经被政府领导人重新诠释，他们认为这种威胁产生的挑战性有所减小，改变了威胁通常与结构性权力和否决投资相关的看法。例如，银行以欧元区危机为由提出推迟银行业改革的要求遭到了拒绝。商务大臣温斯·凯博（Vince Cable）认为，“市场的不确定性和不稳定性，使我们更有必要迎头赶上，确保银行安全，并推行变革”（转引自Wachman and Curtis，2011）。显然，这场危机规模之大，已经削弱了银行的结构性谈判地位，使其在某种意义上成为经济负担。正像副首相尼克·克莱格（Nick Clegg）所说的那样，“我们绝不会再允许银行业像过去一样在我们眼前分崩离析”（转引自Mulholland and Quinn，2011）。银行威胁说要退出英国的可信度也受到质疑。评论人士指出，如果英国的大型银行转移到亚洲，他们会受到同样严格的监管，如果汇丰银行转移到香港，他们将需要就监管问题和中国政府展开微妙的谈判。在与英国银行的较量中，正如《金融时报》（2011）所报道，“威胁（退出）这种做法应该被压制，不仅因为该做法不合理，还因为它本身的可信度值得怀疑”。文章继续写道：

> 现在我们尚不清楚“移向国外”真正意味着什么。如果像巴克莱这样的银行将总部转移，他们大部分的业务和纳税仍然会在国内，因此对英国的影响必定微乎其微。但更有可能的是，一些银行

不会完全转移，而只是减少他们在英国的新的投资。虽然这可能会使伦敦金融城的热度减弱，但并不会带来灾难。如果这是保持金融稳定所要付出的代价，那这个代价是值得的。何况英国银行业还是比较发达的。

显而易见，这场危机将此前封闭的金融业推向了一个充满敌意的公共舞台，再加上危机本身的影响，银行业的政治已经发生了改变。但同时权力也发生了变化。这是因为关键决策者的心态已经转移到一个对银行而言至关重要的位置，他们已经清楚地认识到银行的实际和潜在成本，同时在某种程度上对银行的威胁不屑一顾。这种新观点认为，改革对银行是有利的，对纳税人也有潜在的好处。就像《金融时报》（2011）所说，“一个不稳定的金融体系是没有价值可言的”。

输了战争：政府仍倾向大金融业

尽管政府在一些银行改革的热点战役中占了上风，但阻碍改革更根本的问题是政府依然和大金融的利益休戚相关，把复杂的大型金融部门当作国家经济的一个核心部分并加以保护的观念仍然突出。大西洋两岸有关改革的争论不断受到政府领导人的警告，即改革不能破坏国内金融市场的实力和竞争力。一个关键的原因在于，负债累累的政府需要依靠银行和金融市场来筹措急需的资本。而且政府领导人依然支持建立“具有国际竞争力”的金融体系的理念。法国、德国、日本等国的政府领导人更是试图削弱改革的力度，以保护本国的银行（Admati and Hellwig，2013,第193页;Rixen，2013）。里克森（2013，第20页）认为，在资本流动的世界里：

各辖区之间的激烈竞争会阻碍监管。政府担心可跨国流动的金融活动会流失到竞争对手的地盘。他们无法克服这一集体行动问题

来抑制或缓解彼此之间的竞争，因为他们都受到国内金融利益集团的影响甚至为后者所俘获……在各种压力之下，政府只能同意实行一些渐进且无效的改革，这些改革巨大的象征意义足以安抚民众的担忧。

决策者，尤其是政客们，仍然认为金融创新是一件好事。尽管有像前美联储主席保罗·沃尔克这样的批评人士认为，最近几十年最实用的金融创新就是自动取款机。尽管某些政治学家和决策者纷纷抱怨金融行业的规模已过于庞大，但政府仍然对缩小行业规模避之不及。之所以英美两国的大型银行没有被打散，就是因为政府担心这样会削弱纽约和伦敦国际贸易中心的地位。甚至像特纳勋爵这样的批评者也认为“伦敦仍将是世界上重要的金融中心”，尽管他也赞成“整个金融体系的规模已经超过了社会最优规模”的观点。《多德—弗兰克法案》在立法过程中曾提出了唯一一条直接限制规模的规定，即美国最大型银行的规模不得超过全美所有金融公司债务总和的10%。然而，即使这条规定纳入法案并得以执行，也未必能降低银行业相对于GDP的比重（Haldane，2012c，第Ⅱ页）。

虽然各国政府已经对银行抱有越来越怀疑的态度，却未能更进一步去质疑整个金融体系，主要原因是政府仍然很重视金融业创造的经济资源。奥巴马总统（2010）也强调了金融创新的价值以及华尔街对美国经济的重要性。2012年《英国银行改革白皮书》（UK 2012 White Paper on bank reform）坚称，需要“增强英国作为世界领先金融中心的美誉”，并指出“金融服务业是英国经济的重要组成部分，它为140万人创造了就业机会，在2010年到2011年贡献了630亿英镑的税收”（HM Treasury，2012，第3页）。戴维·卡梅隆表示：“追求现代化的产业战略并不意味着要抵制金融……那些认为只有毁灭银行业才能解决问题的人，最终会毁灭整个英国。我要说的是——要认识到我们金融部门巨大的实力和潜力——正确地监管它、支持它。”英国财政大臣乔治·奥斯本（2010）把银行改革的问题总结为“英国困境”：既要“维护整个国家经济的稳定与

繁荣”，同时也要保护伦敦作为“能创造几百万工作岗位的全球金融中心”的地位。

这种来自国家的支持，以及危机驱动的银行业整合所导致的结果是，大银行规模越来越大，并且仍然处于“太大而无法有效管理风险”的状态（Mervyn King,转引自HM Treasury，2013，第333页）。英美一些大型银行集团的规模已经超过2007年之前的水平（IMF，2012，第99页）。在金融危机期间以及之后的整合浪潮中，劳埃德银行接管了哈里法克斯银行；巴克莱银行从雷曼兄弟购入了大量资产；摩根大通接管了贝尔斯登；美国银行收购了美林证券；富国银行收购了美联银行。摩根大通的总资产从2006年的1.351万亿美元上升到2013年的2.415万亿美元，美国银行的总资产也从2006年的1.459万亿美元升至2013年的2.102万亿美元。另一方面，高盛的总资产也有小幅上升，从2006年的8380亿美元增加到2012年的9380亿美元。从集团角度来看，花旗银行的资产小幅下降，从2006年的1.884万亿美元降至2013年的1.88万亿美元。在英国，巴克莱银行的资产在2006年至2013年间，从9960亿英镑升至1.490万亿英镑，劳埃德银行的资产呈现巨量增长，从2006年的3430亿英镑上升到2012年的9240亿英镑。最后，汇丰银行总资产也显著增长，从2006年的1.186万亿英镑增至2012年的2.692万亿英镑。截至2009年，在银行业整合之下，世界规模最大的五家批发银行发起了资本市场近60%的交易业务。在英国、瑞士和德国，最大三家银行占国内银行业总资产的一半到3/4（IMF，2012，第100页，图3.4）。国际货币基金组织（2012，第101页）的报告同时提到，“在发达经济体内，国内金融机构的相互关联度——以银行同业资产、银行同业负债和批发融资比率为代表——并没有下降”。

输了战争：市场竞争与金融交易

国家支持规模庞大的金融业与银行业，就意味着造成危机的原始动

因并没有得到充分解决。其中尤为突出的是金融业规模以及其中的竞争盈利压力仍然巨大，而正是后者在危机前驱动大型银行和日益膨胀的影子银行推出形式古怪的金融创新，开展高风险的投资活动。霍尔丹和马杜罗斯（Haldane and Madouros，2012，第22页）认为，“由于金融体系内不透明的风险链的增长，导致近几十年跨系统复杂性出现爆炸式增长……而目前监管规则基本上尚未识别这种复杂性，也没有对其进行定价”。摩根大通“伦敦鲸”衍生品交易丑闻中内部控制的明显缺位，显示了银行高管、风险管理人员和监管机构面临的重重困难。摩根大通资深调查人员迈克·卡瓦纳（Mike Cavanagh）告诉投资者，他发现了“这支团队尚不了解也无力管控的诸多内嵌风险”（Observer，2012）。正如一家评级机构的分析师所说，“金融持续演进，所以会出现一些特殊金融领域，只有越来越少的人能够理解”（Luyendijk，2012）。在一个自由发展的体系中，不可避免地会出现复杂的创新金融工具，带来市场尚不了解的风险。市场交易会使单个机构资产负债表的风险相互关联，复合成为新型的系统性风险，导致复杂的外部性和连锁效应。包括《巴塞尔协议III》在内的改革仍然注重单个机构的行为，而非系统性风险；事实上，在新的资本规则要求下，一家金融机构与其他金融机构的互动并不影响其资本要求水平（Acharya,Kulkarni and Richardson,2011,第144页）。此外，新的资本监管规则以及结构性改革可能会激励银行承担更大的风险，以弥补监管成本。惠誉一位资深分析师认为，“由于监管机构不可能将资本要求和风险敞口完全匹配，一些银行可能会开展更高风险的业务，以最大限度地提高《巴塞尔协议III》资本要求下的单位资本的投资回报，进而提高股本回报率，其中包括采用新的监管套利方式”（Treanor，2012a）。同样，国际货币基金组织（2012，第103页）也曾警告，“《巴塞尔协议 III》下，金融机构支出增加可能导致机构采取其他方式追求更高收入，从这一角度出发，巴塞尔的资本和流动性规则可能催生更多新金融产品的问世”。另一位行业分析师也认为，美国《多德—弗兰克法案》对私募股权基金投资上限的新规定已经“迫使基金经理追求更高的年化投资回报率来补偿”监管限制对其收益的影响

（Chipman，2012）。

因此，管理层提高最低回报率的市场压力持续存在。国际清算银行（BIS，2012，第70页）指出，面对盈利压力，银行首先转向挖掘已经很低的资本缓冲，从而使股息分配大致维持在危机前的水平，但这种做法“是和降低银行信用风险的目标相违背的”。国际清算银行（2012，第64页）报告还指出，股票价格低迷、抵押品需求以及萧条的借贷市场都表明，银行业总体的运营状况仍令人担忧。糟糕的是，大银行仍然大量参与高风险的借贷和交易活动。国际清算银行报告称，银行收入增长的一个主要推动力就是“交易收入，但金融危机已经暴露出这种收入的不可靠性”（2012，第66页）。关于“持续寻求收益”这一问题，国际清算银行指出，“历史上核心债券市场的低收益率”一直以来都是“导致投资者转向更高收益的风险资产”的一个重要因素。国际货币基金组织（2012，第99页）警告说，“新型金融产品的发展需要严加监控”。此外，一些银行将衍生品交易对手风险证券化，以此来规避《巴塞尔协议III》对信用估值调整的资本计提要求。国际货币基金组织指出，银行之间的关联性——以银行同业资产、同业负债以及批发性融资来衡量——自此次金融危机以来并没有下降。国际货币基金组织（2012，第101—104页）总结道：

> 总体上，银行体系集中度上升，对批发性融资的依赖度与危机前持平。尽管某些国家如美国已经降低了银行业对短期融资的依赖，但大量证据表明，银行体系的结构并没有向更加健康的方向转变，这也反映出本应实施的深度重组的缺失……金融体系的安全性相比危机前并未得到提升……特别需要关注的是金融机构日益扩张的规模、不断提高的集中度、国内金融体系内部的相互关联性，以及非银行机构在整体金融中介服务中持续发挥的重要作用。未来结构化产品和一些新型衍生产品的运用可能会继续扩大，从而增加复杂性和风险错误定价的可能性。

然而，就像蒂莫西·盖特纳（2012b）所说，早年的一些风险形式的确“已经被迫退出了金融体系”，特别是在证券化市场。股票市场也认识到这些危险，主要体现在金融业低迷的股票价格上。霍尔丹和马杜罗斯（2012，第23页）希望在当前局势下，股市的压力能推动零售银行业务和高风险交易业务的分离：“如今受到咒骂和谴责的银行家们，只能将就现实，但市场可能会向监管者原本不愿踏入的方向发展。”有几家银行已经在着手优化投资组合和剥离资产。为优化资产负债结构，两家大型国际性银行已收缩其固定收益、货币和大宗商品交易业务（IMF，2012，第85页）。美国住宅和商业抵押贷款支持证券市场几近崩溃，衍生品市场余额自危机以来亦趋于平稳（IMF，2012，第98页）。全球上市公司分析库（OSIRIS）的数据显示，一些大型银行已经降低了交易敞口，增加了资本缓冲。从2006年到2013年，摩根大通交易性证券占总资产的比重下降了40%，而一级监管资本充足率从8.7%上升到12.5%。同期，花旗银行交易性证券价值占总资产的比重下降了22%，资本从8.5%升至14%。苏格兰皇家银行交易性证券价值占总资产的比重从2006年到2012年下降了46%，一级资本从7.5%上升到12.4%。巴克莱银行交易性证券价值下降了38%，资本从7.7%升至13.3%。汇丰银行和劳埃德银行也缩小了交易性证券敞口，并增加了资本。同时，最大型商业银行也都在采取措施降低对批发性融资的依赖程度，转而更多依赖客户存款。例如，2012年，摩根大通的客户存款总额已相当于总资产的51%（2006年为47%）。同年，花旗银行客户存款总额相当于总资产的50%（2006年为38%）。一些银行还部分收缩了交易和借贷市场业务，转而大量投资政府债券，部分国家因紧急救助银行且税收收入减少，导致财政赤字扩大，故大规模发行政府债券。

不过，盖特纳承认，“银行业的积极变化会随着时间推移而减弱”，因为新的投资机会和新的风险承担形式在下一轮上升期会更为显著。2012年摩根大通的伦敦交易丑闻已清楚证明，高风险金融交易活动的新形式已经开始形成。前文提到的近期一系列银行业丑闻都说明旧习难改。然而，只有下一轮上升期真正到来，才能充分验证市场和股票投资

者有能力限制高风险行为的假设是否成立。但是，历史上繁荣时期的经验告诉我们，希望可能是渺茫的，特别是鉴于当前竞争动能和赶超市场领先者的冲动仍然普遍存在。摩根士丹利首席执行官麦晋桁（2010）在危机期间承认，如此高强度的竞争压力意味着“我们无法控制自己”。霍尔丹（2012a，第8页）也提到，“最近有一些证据表明，净资产收益率目标在一些银行决定投资组合分配和高管薪酬决策中的重要性已经减弱”。但同时他也表示，“从某种程度上看，收益考量仍然植根于这两者之中”；“很多全球性银行仍在发布净资产收益率指标”；“这种不恰当的绩效衡量标准的继续存在……让人们怀疑银行是否真正从金融危机中吸取了教训”。事实是，大银行变得越来越大，核心市场变得更加集中，但这并不意味着银行业的竞争有所减弱。为了维持股价、保住工作、获得奖金，银行高管仍然承受着巨大压力去维持市场份额和净资产收益率。人们在评价银行时，不仅看绝对业绩，还看相对业绩。毫无疑问，对现实的看法，一个广泛认可的版本是，“这一次有所不同”，这将成为金融业下一个繁荣期的支撑：因为风险得到了精准计量，风险最小化，市场是有效的，资产价格的上升并非经济泡沫的证据。现实可能更加反映了行为金融学理论的成果，即存在短视、非理性繁荣和市场羊群效应。事实上，前文的许多详细案例表明，在公司庞大的规模之下，高级管理人员纵有过人才智亦无法掌控公司，他们对于杠杆交易的复杂性和风险并不了解。

输了战争：监管的复杂性与监管规避

关于国家能力的研究文献中有“嵌入性”这一概念，曼（Mann，1990）也提出了“建制性权力”（infrastructural power）的概念，都是指国家和关键社会对话者之间的合作关系是“国家能力”的基础之一。然而，此次金融危机之前，英美两国国家与金融之间的合作却创造了一种异化的“嵌入性”和放任式的监管，这也成为引发金融危机的因素之一。

现在，随着监管的力度越来越大，银行家没有了合作的动力，反而有无穷的动力去削弱或规避新的改革。银行家和金融家精于此道。默文·金（2009b）对“金融业天马行空地创新风险承担方式的创造性想象力”提出了警告，并由此得出结论：“认为适当的监管能够确保投机活动不会招致银行失败的想法是一种错觉。”理查森、史密斯和沃尔特（Richardson,Smith and Walter，2011，第92页）持有类似观点：“有人认为复杂的大型金融机构能够或将会进行自我审慎监管，然而，金融行业的竞争动能、内嵌的能动性冲突和始终存在的道德风险已经证明了这一观念的扭曲。”市场竞争和盈利压力是结构性因素，是造成危机的首要原因。现在，同样的压力正推动银行逃避监管。

更高的资本要求以及其他新的监管形式甚至可能驱使银行为获取更高利润而承担更高风险，以此弥补监管成本。惠誉的一份报告估计，全球29家最大型银行因新资本制度而需承担的成本约为5660亿美元。惠誉一位资深分析师认为，“由于监管机构不可能将资本要求和风险敞口完全匹配，一些银行可能会开展更高风险的业务，以最大限度地提高《巴塞尔协议III》资本要求下的单位资本的投资回报，进而提高股本回报率，其中包括采用新的监管套利方式”（Treanor，2012a）。同样，国际货币基金组织（2012，第103页）也曾警告，“《巴塞尔协议 III》下，金融机构支出的增加可能导致机构采取其他方式追求更高收入，从这一角度出发，巴塞尔的资本和流动性规则可能催生更多新金融产品的问世”。另一位行业分析师也认为，美国《多德—弗兰克法案》对私募股权基金投资上限的新规定已经“迫使基金经理追求更高的年化投资回报率来补偿”监管限制对收益的影响（Chipman，2012）。因此，改革措施很容易受到正在进行中的游说及规避做法的影响。正如一位银行家对《经济学人》（2011）所述，“银行认为战争还没有结束”。

传统上，银行业的政治舞台是“安静的”，其规则的制定和执行与世隔绝，远离公众视野，当局总体上相信并接受银行家的专家判断、技术智慧、市场效率和审慎经营。奥尔森（1965）的集体行为理论也支持这

种观点：相对于分散的普通行业，银行和金融等高集中度的重要行业更能有效地组织起来以达到既定目标（Rixen,2013，第7页）。政府和银行家之间这种不为外人所知的关系，一度被危机和随之而来的高度政治化所打破，但现在，这种关系正在修复，监管当局在思考相互矛盾的改革目标时，正在不断受到来自银行强大的压力，要求其修改针对改革措施的解释和指引。银行家和金融家试图降低银行改革政策的政治能见度，并将政策过程转换为专家委员会主导的技术性工作。有学者（Young，2013，第2页）认为，“日益凸显的金融监管和紧绷的政策网络已经说明，金融行业集团积极干预监管政策制定过程的阶段已经改变。危机以来，集团在监管政策实际制定阶段投‘否决票’的能力已经大为削弱”。结果是，银行家和金融家将更多注意力集中在政策制定周期中的执行阶段（Young，2013）。

在金融监管改革的过程中，有关定义、标准设定、工具选择、校准和其他执行细节方面的很多工作将进展缓慢，需要专业人士、委员会和相关机构的共同参与。这一过程提供了大量机会，使银行游说团体得以协商规则和技术细节，寻找或制造执行过程中的漏洞。来自消费者权利联盟“美国人民金融改革促进会”（Americans for Financial Reform）的游说者巴特·内勒（Bart Naylor）认为，关于做市交易和自营交易的争论是“一场没有硝烟的闭门战役，不仅是我们和华尔街之间的战役，也是机构和机构之间的战役”（LaCapra，2011）。供职于大型律师事务所科温顿伯林（Covington & Burling）的马克·普洛特金（Mark Plotkin）认为，“在《多德—弗兰克法案》的制定阶段，尽管各种讨论非常热烈，但人们能真正影响法规的程度非常有限……执行阶段才是金融行业影响最终立法成果的真正机会”（Becker，2010）。

在英国，银行业独立委员会主席约翰·维克斯爵士和英国央行前行长默文·金警告称，银行业独立委员会改革中某些要素的影响力由于游说已经弱化（Treanor，2012d）。例如，银行业独立委员会提出的4%的杠杆率已下降到3%；被围栅分离的银行将可以开展利率和货币互换等

特定衍生品交易，而小银行将完全不必遵守分离要求。政府还提议英国银行的海外经营无须遵守与资本充足率相关的新规。游说还将继续。国际货币基金组织（2012，第17页）警告说，“监管改革议程的实施需要持续而坚定的决心”，“将改革进行到底的势头不能丢”。特纳勋爵（2009，第6页）担心“有一种危险，那就是金融危机之后，每个人都放弃了，不管是因为金融业团体的游说，还是因为整个改革过程太过耗费心力”。

在美国，当奥巴马总统（2010）签署《多德—弗兰克法案》使之成为法律时，他谴责“各种有权有势的利益团体激烈地游说”，认为“严重衰退”的“主要原因”是“美国金融体系的崩溃……这归咎于从华尔街各个角落到大权在握的华盛顿，责任感的普遍缺失”，这导致“法规陈旧而且执行不力，有人把规则当游戏，其冒险行为把整个经济置于险地”。然而，美国政治体系高度分散且相互竞争，华尔街拥有足够的游说机会，自金融危机以来已投入约23亿美元的游说费用（Schwartz，2011）。对银行高管而言，他们将这场危机归咎于设计欠妥的监管规则，比如有的规则不当地激励银行在资产负债表上持有证券化资产。他们认为新的监管制度会带来同样的负面效应。

据《经济学人》（2012a）报道，美国一位了解情况的银行家预测，“10年的艰难推进，加上法院、立法机构中持续不断的纷争，终将造就一个充斥着豁免条款和细微差异的监管体制，由于该体制本身的复杂性，可能会加剧而非缓释系统性风险”。国会中的市场派共和党人阻止了任命著名改革者伊丽莎白·沃伦（Elizabeth Warren）为新的消费者金融保护局负责人。他们还阻延了监管机构的其他重要任命，并试图削减监管机构的预算（Wyatt，2011）。例如，由于国会的阻挠，财政部花了超过17个月的时间，才完成了新的金融研究办公室负责人的任命（Alden，2012）。美国证券交易委员会被迫暂停招聘用以应对新监管需求的8000名新员工，还被迫取消了急需的技术升级（Sorkin，2011）。游说同样也打消了政府强制银行出资成立救助保险基金的计

划。2011年，几家行业协会成功地就《多德—弗兰克法案》中关于股东投票权的规定对美国证券交易委员会提起诉讼。有一点已经十分清楚：事实将证明，改革会是一个漫长而艰难的过程。而且，抵制改革的多轮大型诉讼才刚刚开始。理查森、史密斯和沃尔特（Richardson,Smith and Walter，2011，第206页）认为，改革结果将“取决于监管部门是否能对银行、银行的律师和游说者长期保持警惕，是否能不畏艰难有效执行各项改革”。

在国际层面，珍乌（Tsingou，2008）认为，主要的国际性银行以及银行游说团体如国际金融协会（IIF），一直以来就有深度涉入巴塞尔考量的传统。前文已经指出，在《巴塞尔协议Ⅱ》的制定过程中，银行坚持他们应被允许使用自身内部的风险评估系统来确定风险加权资本水平，黑尔维希（2009，第190页）将这一过程描述为“监管被复杂性所俘虏”。拉尔（Lall，2012）认为，即使在危机后，银行家的影响仍然存在，巴塞尔银行监管委员会是一个与世隔绝的技术官僚舞台，基本远离公众监督，缺乏清晰的问责，尤其是对各国政府和国内利益相关方而言。像国际金融协会、国际互换和衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association）以及欧洲证券化论坛（European Securitization Forum）等组织，都是资源极为丰富的游说团体，也都与巴塞尔银行监管委员会保持密切接触。政府和中央银行的高级金融官员在离职后，常常加入国际金融协会（Lall，2012，第627页）。在《巴塞尔协议Ⅱ》制定过程中，银行业通过游说，不仅在内部风险评估流程的争论中获得成功，还成功降低了信用衍生产品风险的资本计提标准，并得以在风险分析中使用风险价值方法，在资产证券化业务相关风险方面也争取到当局的柔性监管方式（Lall，2012）。金融危机可能降低了这些方法的可信度，但是银行业在后危机时代又很快行动起来，在游说过程中获得了拉尔（2012）所说的“先发优势”。

主要国际性银行和国际银行业组织如国际金融协会已成功说服政府减少监管资本缓冲规模，并延长过渡期至2019年。前文提到《巴塞尔协

议　III》改革要求银行在2019年初之前，至少持有相当于风险加权资产7%的资本（含4.5%的一级股本和2.5%的资本缓冲）。由此，改革延续了《巴塞尔协议　II》的方式，继续认可风险加权方法的有效性。银行只需要对“风险”资产持有相应的资本。而这类风险权重的校准极大地增加了监管的复杂性并产生了许多漏洞。而且，明确区分高风险和低风险资产是有问题的，特别是在出现银行业危机的情况下。在各个版本的《巴塞尔协议》之下，相对于总资产来说，银行持有的股本水平一直非常低。比如，阿德马提和黑尔维希（Admati and Hellwig，2013，第176页）指出，2011年后期，德意志银行持有的资本相当于其风险加权资产的14%，但若相比于其总资产，则只有2%或3%的资本水平。银行总资产价值下降2.5%，就可能将银行持有的资本消耗殆尽，使得银行出现偿付危机。换而言之，《巴塞尔协议III》规定的资本缓冲仍然过低。正如马丁·沃尔夫（Martin　Wolf，2010）在《金融时报》上将《巴塞尔协议III》的新资本规定称为“资本不充足率”，因为“如果投资者不希望继续看到政府在危机中救助债权人，那么《巴塞尔协议　III》要求的资本水平远低于市场要求”。在《巴塞尔协议　III》下，银行可以通过筹集股本或缩减资产负债表规模（包括剥离资产和减少放贷）来适应更高的资本标准（IMF，2012，第83页）。但银行威胁说，一旦他们面临“过度监管”，就将减少信贷规模（Baker，2012）。

《巴塞尔协议III》的一个创新是提出了新的杠杆率要求：即银行必须持有相当于总资产3%的股本。阿德马提和黑尔维希（2013，第177页）强调，“如果说这个要求看起来低得离谱，这是因为当前的实际水平低得更加离谱”。新的杠杆率要求意味着银行可以拥有相当于其一级资本33倍的资产，这与许多银行在危机前的水平相当。此外，《巴塞尔协议III》还有其他不足之处。在《巴塞尔协议III》的谈判中，关于系统重要性银行计提附加资本的提议被淡化，纳入了巴塞尔框架内“非强制”的第二支柱下。巴塞尔银行监管委员会还宣布将附加资本占风险加权资产的比重由最初提议的7%降低到1.5%至3%之间（Lall，2012，第626—632页）。拉尔表示，大型国际性银行“在削弱《巴塞尔协议III》

的监管要求方面取得了巨大成功”。关键性条款或要求降低，或效力弱化，有的则延迟实施，个别甚至延迟到2019年。

前文提到，英国审慎监管局已经将银行的最低资本要求提高到《巴塞尔协议III》规定的水平之上。英格兰银行和欧洲其他一些中央银行通过这种方式，反对欧盟委员会对《巴塞尔协议III》同时规定了最低和最高资本水平的解释（FPC，2013a）。然而，即便英国金融政策委员会已经扭转了过去几十年形成的势头，却也没有试图将资本充足率设定在当政府不保证救助问题银行时投资者可能要求的更高水平上。19世纪和20世纪早期的大部分时间，银行不享有国家的全面支持，当时银行必须持有相当于总资产30%—50%的股本，才能成为市场投资者眼中稳健的银行（Haldane and Alessandri，2009）。自20世纪30年代以来，国家以存款保险和最后贷款人的形式给予银行更多支持，从而将风险转移到国家和有恃无恐的银行家身上。银行家表示，发行股票的成本远高于债券，但这一观点不尽合理。正是由于国家对银行的支持，债券的成本才被人为降低了。正如本书第二章第一次提到，据安德鲁·霍尔丹（2012c，第4页）估算，在2002—2007年之间，全球最大型银行每年获得纳税人补贴约为700亿美元，相当于同期这些银行平均税后利润的一半左右。从社会的角度来看，相对于债券融资，银行使用股权融资的优势是，风险和银行破产的成本由投资者自己承担。更高的股本意味着更低的杠杆。因此，在危机中持有大量股本就意味着银行更具韧性。银行将无须依赖高杠杆率和脆弱的批发性融资市场，而这正是2007—2008年导致许多银行失败的直接原因。同时，这也意味着股权投资者具有更大的切身利益，因此风险意识更强。阿德马提和黑尔维希（2013，第179页）认为，20%—30%左右的股本是一个合适的水平，对风险有足够缓冲，又实现了风险私有化。这将使银行更加稳健、更富韧性，从而大幅降低系统性风险。阿德马提和黑尔维希（2013，第181页）指出，将股本水平设定在这个范围非常重要，主要理由如下：

第一，最近几十年，由于银行和债权人已习惯于政府的安全

网，银行股本水平处于低位；第二，我们看到，自20世纪70年代以来，随着金融市场竞争不断加剧，银行抵御冲击的能力减弱；第三，金融创新和全球化提高了体系内的相互关联度，从而放大了系统重要性金融机构失败对全球经济的潜在影响。而且，不同金融机构往往会遭受相同的冲击，因此会同时陷入困境。从这些问题中，可以得出结论：过去几十年来，银行实际持有的股本水平并不能作为未来银行应有的股本水平的恰当参考。

从更广的层面来说，几十年来，银行家和金融利益团体总是在政府和监管者前面抢先一步，银行股本的问题只是一个例证。无休止的监管套利游戏是银行家看似不断取胜的另一领域。其中，银行家因为信息不对称而处于强势地位：他们比政治家和监管者更了解他们的银行。在政治和法庭纷争上，银行家比监管者有更大的投入能力，还常常挖走监管部门的关键人物。行政管理能力，包括协调一致的政策、业务精良的官员，以及有效的政策工具和制度，都是有关“国家能力”的相关文献中认定的关键因素（Bell and Hindmoor,2009）。在此次危机之前，监管失职和监管俘获是最主要的问题（Baker,2010）。但现在，在后危机时代，对于监管部门能力是否高于银行和影子银行部门，却出现了一些英雄主义的假设。诚然，监管者在危机中得到了历练。相对于过去，监管者会以更大的力度去发现并监管那些恶意利用或规避规则的银行。然而，危机过后，监管效能和监管俘获等问题却没有引起足够的关注（Baker,2010）。在美国，危机前监管不力的机构仍然掌权，并受到银行和反对改革的共和党利益团体的攻击。在国会听证会上，美国证券交易委员会主席埃利斯·沃尔特（Elisse Walter,2013）表示，“以之前的监管资源，证券交易委员会无法在不影响其他核心履职的前提下妥善处理”《多德—弗兰克法案》，证券交易委员会不具备“不折不扣执行该法案所需的全部资源”，如果没有“额外的资源……《多德—弗兰克法案》针对的很多问题都无法得到充分解决”。

英国金融政策委员会受民选政治家和商业利益团体影响较小，享有

很高的独立自主权。金融政策委员会与财政大臣的换文明确看出，金融政策委员会的成员们“需独立于政府和其他方面的影响，事实也是如此”（FPC，2013a，第3页）。重要的是，在决策之前，金融政策委员会并没有法定义务要与金融利益团体进行商讨，或者像之前的金融服务局一样，去“考虑金融服务和金融市场的国际性，以及是否有利于保持英国的竞争地位”（Financial Services and Markets Act，2000）。然而，金融政策委员会也警告说，“有经验的资深员工数量较少”，这是金融稳定的主要风险之一，同时，金融政策委员会尚未建立“宏观金融体系的良好工作模式”（Barwell，2013，第201页）。

新的监管制度异常复杂，数量繁多，也给执行和合规带来巨大困难。在美国，《格拉斯—斯蒂格尔法案》只有37页，但《多德—弗兰克法案》中的“沃尔克规则”就长达300多页，《多德—弗兰克法案》本身则超过800页。改革需要11个监管机构制定400多个新的监管规则。2011年下半年，联邦存款保险公司前负责人希拉·布莱尔（Sheila Blair）告诉国会，她担心“最近为执行‘沃尔克规则’而提出的监管条例过于复杂”（The Economist，2012a）。截至2012年后期，即《多德—弗兰克法案》正式颁布两年后，配套的新监管规则和规制只完成了1/3。而已完成的部分又让规则手册增加了8000多页。全部完成后，《多德—弗兰克法案》的规则将超过30000页（Haldane and Madouros，2012,第10页）。美国金融监管改革团体“优化市场”（Better Markets）的负责人丹尼斯·凯拉赫（Dennis Kelleher）认为，“之所以冗长、复杂、问题多，主要原因就是行业游说”。他将美国证券交易委员会的规则手册称为“游说业的私生子……你不能要求、坚持并游说让这些规则和豁免写进法规，然后又抱怨它太长太复杂”（Eisinger，2012）。

同样有人质疑新《巴塞尔协议III》资本标准的监管复杂性。《巴塞尔协议Ⅰ》仅包含基本的风险权重的规定，共约30页。《巴塞尔协议Ⅱ》风险权重体系更加复杂，内容增加到347页。而《巴塞尔协议III》则超过600多页。在英美等国家，由于增加了国内执行的规定，英美版

的《巴塞尔协议III》都已超过了1000页。《巴塞尔协议III》更加事无巨细的风险权重评估体系极大地增加了监管的复杂性，同时引发了关于“监管的强健性”、“接近无限的套利空间”和“对不一定可靠模型的过度依赖”等诸多问题（Haldane and Madouros，2012，第10页）。《巴塞尔协议III》新标准遵循了与旧《巴塞尔协议》版本相同的基本方法，但是与资本标准有关的规则要复杂得多。

金融创新和监管套利持续发生，也可能对监管能力构成挑战。金融和监管复杂性的不断增加，及其二者之间的相互反馈作用，将使监管变得更具不确定性和脆弱性。例如，正如第三章所说，雷曼兄弟和其他一些银行在危机前通过“回购105”交易的漏洞，以降低公开的杠杆率水平。它们将回购交易视为“销售”，相关收入则用于在短期内降低财务报表上的负债规模。在2008年前两个季度，雷曼兄弟利用这一机制将公开的杠杆水平降低了500亿美元。金融机构还可以通过虚增资产价值或延迟确认损失来降低名义杠杆水平（Merced and Sorkin，2010；Acharya，Kulkarni and Richardson,2011，第157页）。正如肯尼斯·罗高夫（2012）所说：“随着金融的日益复杂化，监管者尝试通过更复杂的监管规则跟上这种变化。这是一场军备竞赛，资金不足的监管机构没有机会取胜。”信息不对称和有限的资源意味着监管者几乎注定会输掉这样一场比赛。

对于“沃尔克规则”，人们担心大型银行是否会颠覆新规则。游说者已经取得一些成功，修订的规则已允许大型银行将自营交易和投资银行业务分离到其出资设立的子公司和附属公司。此举引发质疑：在危机中，这些子机构的资产能否真正与主银行的资本相隔离。修改后的“沃尔克规则”还允许大型银行从事证券和衍生品交易，前提是这些交易是为了满足“客户、零售客户或交易对手的短期需求”。规则还允许大型银行参与外汇衍生品和高级别的信贷违约掉期交易。《多德—弗兰克法案》允许银行为了对冲风险而进行交易，也可以从客户手中购买证券，之后再卖给其他客户，“这种交易和自营交易之间的界限变得模糊

了”（Protess，2011）。规避规则还可以通过非正式渠道实现。正如理查森、史密斯和沃尔特（2011，第202页）评论道：

> 一些大型银行已经将他们的一些自营交易转到客户交易台，但其使用的仍是银行的自有资金。同样麻烦的是，交易员在此类安排中优先了解到客户交易的策略，通过规则的变通，可以抢先于市场。薪酬高昂的从业者，再加上强大的律师和游说团体对监管者施压，似乎不需要很长时间就能找到规避“沃尔克规则”中关于自营交易限制的实际有效方式。

国际货币基金组织（2012，第86页）指出，“实施‘沃尔克规则’对于审慎监管当局将是一个挑战；无法明确区分允许开展的业务（做市和承销）和禁止开展的业务（自营交易），这可能会弱化规则的效果”。《经济学人》（2012a）同样认为，监管复杂性的问题在于，“它鼓励银行利用不可避免出现的一些监管漏洞来规避‘沃尔克规则’……银行一边等待‘沃尔克规则’的出台，一边将之前与‘自营’相关的部门予以撤销、更名，或悄悄转移到隐秘的地方”。高盛首席财务官大卫·维纳尔（David Viniar，2010）认为，“沃尔克规则”带来的低效市场甚至可能使交易业务更加有利可图。

此外，代表银行的游说者还成功促使《多德—弗兰克法案》的结构化改革条款需接受司法审查。重要的是，游说者还力促一项修订案的通过，即要求监管者考虑美国金融服务业的国际竞争力。这是一个巨大的漏洞，金融机构借此可以在感到自己的“全球竞争力”受到威胁时进行游说甚至提起诉讼（Richardson，Smith and Walter,2011，第198页）。对于“沃尔克规则”中关于“客户驱动型”交易的定义也存在争议。“沃尔克规则”禁止共同基金、保险公司和信托公司开展自营交易，华尔街的游说者曾试图免除这些禁令，并成功为银行赢得了高达资本3%的交易额度豁免，这对于最大型银行来说将是十分巨大的数额。2011年，美国证

券交易委员会颁布了与《多德—弗兰克法案》相关的一套规则草案，公众对草案提出了18000多条评论，参众两院则进行了极其细致的听证。最具争议的问题之一与证券和衍生品交易有关。反对者希望监管机构扩大“客户驱动型”业务的定义范围，将有利于消费者的做市交易囊括其中，相反，他们要求进一步缩小自营交易的范围。瑞银集团（UBS，2012）认为，《多德—弗兰克法案》赋予监管机构的职责是“起草确保市场活力和流动性的规制，让投资者能继续广泛参与交易”，然而，在许多技术层面，美国证券交易委员会提出的草案未能实现这一目标。同样，代表德意志银行和美国银行的律师试图提醒美国证券交易委员会，“执行‘沃尔克规则’”必须“体现其立法意图”；但草案却“无视国会豁免做市和承销业务的意图”(Cleary,Gottlieb,Steen and Hamilton LLP,2012)。摩根大通认为,“美国证券交易委员会的草案在某些方面将狭义的对自营交易的法律禁令转变成对风险承担的更广范围的禁令”（Zubrow,2012）。措手不及的美国证券交易委员会无法有力驳回这些观点，因为正如美国证券交易委员会主席玛丽·夏皮罗（Mary Schapiro,2012）所言，美国证券交易委员会的草案“希望……在保持重要的市场功能和杜绝与此无关的自营交易之间实现适当的平衡”。

盈利压力和监管套利意味着，新的风险承担行为可能转移到影子金融的最深处，或者出现在新的制度设定之中（Goodhart，2010,第166页;Acharya,Kulkarni and Richardson,2011,第144页;IMF，2012,第77页）。鉴于非银行机构享有相对宽松的资本标准，也无须满足任何针对主要银行的监管规定，上述情形更加突出。

危机之后，二十国集团（Group of Twenty，2009a）承诺“将监管和监督扩大到所有系统重要性机构、工具和市场”，并委派金融稳定理事会负责评估各国监管标准的达标情况。金融稳定理事会由此掌握了关于离岸影子银行体系范围和特点的新信息（FSB，2012a）。但是，金融稳定理事会并没有出台新的监管规则以限制其增长。《巴塞尔协议III》提升了资产证券化敞口和表外工具的风险权重。但总体而言，国际监管

机构仍缺乏“执行的硬手段”（Rixen，2013，第11页）。《经济学人》（2012a）认为,“在危机之前，影子银行体系就已存在，但随着一些金融家跳槽去了那些不受《多德—弗兰克法案》监管的机构，影子银行还将继续壮大”。国际货币基金组织（2012，第77页）持同样看法:“更严格的规制和监管可能把一些类银行业务驱赶到监管宽松的非银行金融机构（影子银行体系）。”对于主流银行体系，监管机构可能会有新的（如果未遭挑战）监管职权，但投资的转移将给监督和监管者带来重大挑战。在这个阶段，对于影子银行业“是否需要，以及需要什么样的监管行为（如果有的话）还没有达成坚定共识”（IMF，2012，第91页）。金融稳定理事会（2011）也提出,“虽然《巴塞尔协议III》解决了一些已经暴露的不足之处，但由于银行监管更趋严格，也会催生更多的监管套利动机和风险”。事实上，金融稳定理事会《全球影子银行监测报告》（Global Shadow Banking Monitoring Report，2012a，第3页）中指出，影子银行体系总资产在2007年达到62万亿美元，之后有所下降，但到2011年末，又升至67万亿美元。

金融世界日益复杂化、细分化，创新不断深入，试图跟上这种节奏的监管机构在持续的监督和追赶中面临着无休止的挑战。蒂莫西·盖特纳（2012a）为当前的监管方式辩护称，“监管规制并不比它希望解决的问题更复杂”。然而，当前金融体系的结构和动能所产生的问题如此复杂，以监管规制去反映并追逐这种复杂性可能会失败。同时，投资者也始终在寻求发现监管网络中的新漏洞。

更根本的一个问题是，这种追赶游戏意味着当局没有直击引起危机的关键问题所在——过度竞争及其如何导致金融化的具体路径、杠杆交易和系统性风险。银行业的改革主要集中于大型银行的资产负债表，以及对交易活动的限制方面。改革没有直接关注竞争和交易本身，特别是在影子银行体系方面。银行危机的发生是因为银行和影子银行变得过于庞大和复杂、过于利润导向、风险过高、负债率过高、关联度过高。在这样的环境下，单体银行资产负债表的重大问题会对整个金融体系乃至

实体经济造成巨大破坏。然而改革并没能改变这一体系的基本动能。特纳（2011，第14页）曾就系统性风险问题指出，“即使我们有能力有序处置所有银行，即使我们真的将大银行拆分成小银行，风险依然存在。一个由众多相互关联的机构组成的系统，其风险程度与一个由大型单体机构组成的系统可能是相当的”。即使实施了围栅政策，商业银行也可能面临巨大的交易对手风险。影子银行体系内的严重崩溃仍会以复杂且难以预测的方式影响主流银行。英国前财政大臣达林指出：“我一直认为拆分银行并不能解决实质问题……真正引起问题的是机构间的相互关联。”(Treanor，2012e)风险交易将不可避免地增长，旨在防范主要银行受此类风险影响的围栅结构是否有效也仍是未知数。英国银行业独立委员会报告（2011，第11页）指出，围栅结构的“主要优势和银行完全拆分相同，但它的经济成本更低”，而且它让银行集团能利用其投资银行利润来支持濒临失败的零售银行部门，同时，该政策不允许银行利用零售部门资金来救助失败的投行部门（ICB，2011，第26页）。古德哈特（Goodhart，2010）对此表示反对，他认为，隔离措施会产生一种“边界问题”，即规则的执行反倒会使人们想要跨越甚至规避边界。同样，霍尔丹（2012c，第10—11页）也认为，目前的围栅政策或在商业银行内部隔离高风险业务的影响，此类做法可能是有问题的：

> “沃尔克规则”禁止开展自营交易，实际上仅仅在具有潜在风险的投资银行中禁止了相当有限的一小部分业务。“维克斯提案”（Vickers proposals）只规定将少数基本银行业务，即吸收存款和透支业务围在栅栏之内……《格拉斯—斯蒂格尔法案》的历史表明，今天的漏洞可能成为明天的避难所……在经济繁荣时期，这些改革是否足以有效遏制栅栏外面那些看起来总是更绿的草的生长？

英国银行业独立委员会成员马丁·沃尔夫（2012）也表达过担忧：“我担心这条模糊的界限将会在银行的压力下不断被突破，直至围

栅几乎被彻底渗透。”保罗·沃尔克发出过类似警告。他在2012年向英国议会银行业标准委员会作证时表示：“一旦采取了围栅隔离之后，来自机构内部的压力就会不断削弱这种约束……我并不是说围栅政策完全无效，但是‘维克斯提案’将为围栅设置一些豁免。一旦有了特例，机构就会出现推动更多特例获得豁免，限制就会被放宽”（Inman，2012）。围栅政策自身也有一定的局限性，因为它只适用于英国境内发生的业务。国际货币基金组织（2012，第88页）指出，“由于零售的围栅隔离只适用于英国，它对英国活跃的国际性银行的跨境业务影响可能微乎其微”。换而言之，风险业务只需转移到另一个辖区即可。经济学家伊特维尔勋爵（Lord Eatwell，2013）在上议院发言时也对“监管套利以及在英国的欧洲银行破坏围栅隔离的可能性”提出了担忧。

面对此类担忧，改革者们试图进一步强化围栅隔离措施。2012年后期，议会银行业标准委员会主席，保守党议员安德鲁·泰里（Andrew Tyrie）提出，“随着时间的流逝，围栅隔离会受到银行的挑战”（Treanor，2012c）。泰里认为改革需要更进一步，呼吁推出新的立法，保留在必要时引入完全隔离的权力，使围栅变为“带电的”隔离。霍尔丹（2012c，第11页）同意此观点，并呼吁制定现代版的《格拉斯—斯蒂格尔法案》：“相比于结构性围栅隔离，现代版《格拉斯—斯蒂格尔法案》最大的好处在于，能减少围栅漏洞，以更好地保证零售和投资银行业务各自的文化不会交叉污染……就操作层面而言，银行业完全隔离可能会比当前的结构化隔离提议更易实施。”花旗集团前任CEO桑迪·威尔（Sandy Weill）曾通过游说成功废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》，现在他也认为改革者应当“将投资银行从商业银行中分拆出来”（Treanor，2012b）。英国财政大臣奥斯本（2013）最初表达过一些质疑，其后在2013年2月，奥斯本宣布“政府将更进一步，如果一家银行违背了相关规则，监管机构和财政部将有权拆分整个银行——彻底拆分，而不仅仅是设置栅栏”。2013年7月，针对银行业委员会高调发布的最终报告，政府宣布将把资深银行家的鲁莽不当行为纳入刑事犯罪；将与监管部门合作确保银行家的薪酬与其业绩相匹配；将倒置举证责任，

银行家们将对其职责范围内的违规行为承担举证责任（HM Treasury，2013）。但是，有人建议赋予财政部完全隔离全英所有商业银行和投资银行的保留权力，而不仅仅是隔离特定银行的业务活动，对此，政府表示拒绝（Deighton，2013）。

由于新的监管理念和方法，如宏观审慎监管以及全周期的系统性风险度量，总体上还处于概念阶段，因此仍然存在一些问题。如何在整个周期的不同阶段评估系统性风险的详细方法仍有待制定，度量标准也可谓困难重重（Bell and Quiggin，2006）。逆周期政策工具的开发、实施和运作还处于初始阶段，需要数年的研究和试错（Giustiniani and Thornton,2011，第327页；Baker，2013）。如同货币政策中通胀目标工具的完善一样，这个过程需要几十年的时间才能完成。英格兰银行官员指出，“宏观审慎政策现阶段的状态类似‘二战’后货币政策的状态，数据不完整、理论不完善、经验不充足，这意味着宏观审慎政策将会在试错中推进”（Aikman,Haldane and Nelson,2010）。最近呈报二十国集团的一份报告明确陈述了上述技术问题，将系统性风险的识别描述为：

> 一个需要基础应用研究的初生领域，以便于收集和研究数据、填补数据空缺，以及引导开发更好的模型……现在对宏观审慎工具的最佳选择、校准并没有广泛一致和全面的理论框架。准确评估宏观审慎工具还为时尚早，部分原因是金融创新和金融体系内部变迁仍将会产生新的风险，而未来的事实将证明哪些工具最为有效。（FSB,IMF and BIS,2011,第9—10页）

类似的校准和实施问题也会影响《巴塞尔协议III》中关于资本和流动性控制措施的实施、围栅隔离的设计和维持、自营交易的定义和监管、系统重要性金融机构的定义，以及银行处置战略和相关的私营部门自救机制。国际货币基金组织（2012，第86页）评论道：“‘沃尔克规则’的实施对审慎监管当局将是一个挑战。同时，由于无法明确区分允

许开展的业务（做市和承销）和禁止的业务（自营交易），这可能会削弱规则的效果”。

所有这些都表明，监管者和监督者在改革实施方面将面临严峻挑战，并被迫陷入无尽的追赶游戏之中。达拉斯联储银行主席兼CEO理查德·费舍尔（Richard Fisher，2013）指出：“从定义上看，监管者总是比市场参与者的行动至少落后一步。由于金融市场自身的复杂性，规则越复杂，缩小监管者与市场的差距就越难。而这对于金融稳定而言毫无益处。”

最后，在银行处置问题上，对于新的处置或自救机制能否按计划起效，尤其在危机中是否有效，人们仍存疑虑。在2008年危机中，政府对银行提供了救助，同时又允许银行向股东发放高额股利。后者削弱了银行实力，更使得公共救助势在必行。据估计，美国的银行支付给私有股东的金额大约是公共救助金额的一半（Admati and Hellwig，2013，第175页）。这对于未来私营部门的自救而言，绝对不是一个良好的范例。最好的解决办法应该是，让银行在下次危机来临之前设立一项基金，来覆盖未来此类救助所需的资金。但是银行游说并威胁说，这些措施会对银行不利，减缓经济复苏。鉴此，英美两国政府不再支持设立由大型金融机构和银行出资的事前处置基金。反之，《多德—弗兰克法案》则计划尝试在危机发生时向金融机构征税，从而达到筹资目的。正如阿卡利亚、库利和理查森等人（Acharya,Cooley,Richardson,et al，2011,第10页）所述，“在一场严重的危机之中，政府会愿意去尝试对幸存的金融机构征税，来弥补倒闭机构所造成的损失？几乎不可能存在这样的政治意愿”。标准普尔指出，在危机的挑战面前，政府很可能直接介入救助公司，而不会尝试使用新权力（Braithwaite and van Duyn，2011）。因为危机中征税的尝试会在最差的时机给银行增加额外压力，甚至可能加剧恐慌与不确定性，从而进一步恶化系统性风险。阿德马提和黑尔维希（2013,第139页）提出，“几乎没有人认为不救助的承诺是可信的”。在英国，霍尔丹（2102c)也对私营部门在危机中自救的效果表

示怀疑。最可能发生的情况是像2008年金融危机时一样，政府像往常一样出手救助金融机构。如果是这样，就意味着最大型银行仍然拥有无限的隐性担保。银行极力游说反对出资建立事前处置基金，但其实这一提议不太可能有效运作，尤其是从纳税人的角度来看。由于主要银行的全球经营模式，银行处置和自救安排同样面对行政和法律方面的严峻挑战。在现行的安排下，需要制定专门的处置程序，来适应大银行经营所在各国各自的法律管辖和规章制度。制定这一程序的过程必然是漫长而反复的，在银行业危机和信用崩溃时，或许没有此类程序能持续行之有效（Admati and Hellwig，2013，第76页）。

寻找新路径

以上诸多问题表明，我们需要考虑寻找一种新的改革路径。改革目标不应着眼于追赶最新的金融创新与风险行为的源头，和银行家玩猫鼠游戏；也不应贴补和支持当下的金融业，而是应力求从根本上改造金融业。本书和大量其他研究都表明，复杂的现代金融体系容易发生连续的大规模危机。我们的研究表明，美国和英国的大部分核心金融机构都过于庞大和复杂，在竞争压力下走向极端，而且经营者们通常极易受短视、非理性繁荣和羊群效应的影响。近几十年来，在上述动能驱动下，一些爱冒险的交易员和投资银行家取代保守型的传统银行家，成为公司的高管。金融机构间的相互关联、外部性和连锁效应会严重扩大这些根本性问题，这在危机期间尤为明显。

如果监管追赶和外部市场纪律约束的方式存在问题，那么改革还有另外两条基本路径。其一是坚持银行的自我保障，即通过持有更多资本，以更大的缓冲垫来应对危机；降低银行杠杆率；迫使投资者有更多的风险挂钩。尽管投资者的约束作用会由于道德风险激励而有所抵消，但还是会使银行更为谨慎。到目前为止，《巴塞尔协议III》对资本要求的小幅增加仍然不足。如前文所述，阿德马提和黑尔维希建议资本水平

应在20%—30%之间，这应是足够的风险缓冲的基础；然而，银行家已经成功地说服政治家和媒体，在危机之后大幅度提高银行股本或资本，不仅成本高昂，而且会减少信贷，进而减慢经济复苏的脚步。例如在2010年，英国银行家协会曾恐吓政府说，新的监管政策会迫使英国的银行“额外持有6000亿英镑资本，而这些资金本可用于向企业或家庭发放贷款”（转引自Admati and Hellwig,2013，第5页）。巴克莱银行最近也发表了类似的观点（Treanor，2013b），英国商务大臣温斯·凯博似乎也认同其观点（Pratley，2013)。这类论点本质上来说是在银行的资本和计提的“准备”之间画上等号。但可喜的是，英格兰银行的官员意识到这是一个伪论点（Bailey，2013；King，2013）。银行资本（或股本）和客户存款、批发债务融资一样，只是银行融资渠道的一种，都是银行向借款人提供贷款的资金来源之一。原则上说，持有额外的资本对银行而言并不会产生成本。但实际上，银行股本或资本比批发融资成本更高，这也解释了为什么银行（相比其他公司）有如此高的债务和如此少的股本。两者成本的高下，绝大部分是因为政府采取前文提到的多种手段为银行提供人为支持，导致债务市场扭曲失真。也就是说，对银行来说，之所以债务比股本的成本低，是因为“大而不倒”的银行在融资市场中的风险溢价更低。在更为理想化的世界中，应由私人投资者而非政府和纳税人为银行业买单，这样才符合资本主义制度。明尼阿波利斯联储前任主席加里·斯坦恩（Gary Stern，2009）曾说：“债权人仍将低估金融机构所承担的风险的价格，向其过度融资，未形成有效的市场纪律约束。面对过低的融资价格，系统重要性机构自然会承担过多的风险。”

与债务相反，资本可以成为减少风险和吸收损失的一种机制。缺乏对资本水平的根本性改革，意味着银行仍将继续高度依赖批发融资，从而构成重大的系统性风险隐患。这解释了为什么美联储委员丹尼尔·塔鲁洛（Daniel Tarullo，2013）坚持认为“美国和全球的监管机构都需要认真全面地审视短期批发融资市场存在的系统性风险”。前文提到，国际货币基金组织（2012，第101—104页）曾警告，银行体系“对批发融资的依赖程度与危机之前一样高”。新《巴塞尔协议 III》仍然关注单个

机构的行为而非系统性风险。总体而言，之前的巴塞尔体系增加了系统性风险，而新版《巴塞尔协议 III》并未充分解决这个核心问题。

改革的第二种路径更为激进。即建议将大型银行业和金融业视作一项基本公共服务功能——类似供水系统，而不是像美国和英国政府那样将银行和金融视作经济的重要推动力和“国际竞争力”的来源。这一改革路径的目标是简化银行业，缩小其规模，压缩或者剥离大部分冒险、投机、赌博式的业务。其目标着眼于建立稳定的、服务于实体经济的银行和金融业，类似于“二战”之后经济繁荣时期的金融监管制度，当时经济高速稳定增长。

前文提到，当前的改革没有根本解决引起危机的关键问题——激烈的竞争，以及随之而来的高风险交易和系统性风险。第二种路径是为了改变市场结构以减少竞争，从而减弱现行核心金融体系中内嵌的利润和风险驱动力。高恩（2009，第9页）提出，“要确保系统的安全，就要抑制银行之间的竞争”。但目前仍有许多政策将市场竞争视为提高效率的手段。尽管让债券持有者承担更多风险可以成为“市场纪律”的有效形式，但激烈的市场竞争和对高收益的追逐可能造成巨大损害，尤其是易催生高风险行为。如古德哈特所言：

> 我们到底希望银行体系的竞争达到什么程度？切记，经济大萧条之后，美国采取的一系列措施，其主要意图是遏制竞争……澳大利亚和加拿大银行体系的表现要好得多，一个原因就是……部分是因为澳加两国的银行体系（至少在国内是这样）中至少有一部分是免于竞争的。（RBA，2010b）

在澳大利亚和加拿大，银行竞争是有限的，市场结构鼓励银行专注于国内贷款和工商业贷款，银行的作用是满足实体经济的贷款需求，而不是主要集中在与其他金融机构之间进行的交易和投机性业务。

进一步的解决方案是对投资银行的高风险交易，或者其实更广范围的影子银行业征税或者直接禁止。特纳（2011，第14页）提出，“应使用政策工具（如交易对手资本要求或税赋）来应对复杂关联性及其造成的外部性的增强”。对金融机构的交易征税最先由凯恩斯在20世纪30年代提出，旨在控制投机活动，其目标是对那些会增加系统性风险的交易活动进行征税。阿卡利亚、佩德森等人（Acharya,Pedersen,et al，2011）认为，最好的解决办法是向公司风险和系统性风险敞口征税，利用这一机制使机构将这些风险的成本内化。同样，明尼阿波利斯联储主席也提出：

> 税收是一个好对策，因为它能激励金融机构将本由外部承担的成本内化……金融机构应该为其创造的风险承担纳税，而不是让纳税人埋单……在我看来，资本和流动性监管要求本质上是滞后的……我们需要的是前瞻性的工具……这就是为什么基于市场信息的税收效果更好。（转引自Acharya,Pedersen,et al，2011,第122页）

近年来，有超过40个国家以不同方式实行了金融交易税政策，共计征税380亿美元（Griffith-Jones and Persaud，2012）。例如，法国从2012年开始推行金融交易税，此外还推出了另外两项税收，一项针对高频交易，另一项则针对主权信贷违约掉期的“裸空交易”（naked sovereign CDSs）。至少有11个欧洲国家对征收金融交易税表示支持，或正往这一方向努力。英国从1694年就开始对股票交易征收印花税，这是金融交易税的一种类型，目前每年给英国带来超过30亿英镑的收入。英国领导者表示支持出台国际通用的金融交易税，但担心如果美国不参与，就会导致投资抽逃（M.Lawson，2012）。欧洲现行的交易税着重于股票、债券和衍生品，交易一方需位于实行该税制的国家。对计算机驱动的高频交易征税的策略也正在推出。从欧洲的角度来看，这意味着在伦敦进行的部分交易也必须纳税。安永会计师事务所估计，伦敦金融

城金融机构的相关税额（向欧洲各国政府支付）每年可达到200亿英镑（M.Lawson，2012）。这将激励英国加入征税计划，获取税收收益。

本章小结

查尔斯·古德哈特（2010,第153页）认为，金融改革总是像一场实用型的消防演习，针对的场景总是最近的一次危机，现在也是如此。尽管金融危机十分严重，改革也正在推进，但系统中许多关键结构性轮廓和压力仍然存在，阻碍着改革的步伐。第一，竞争压力依然强大。第二，在疲软的信贷市场环境下，交易业务依然是利润的关键来源之一。证券化市场受到抑制，但新市场和新风险源仍在发展。第三，系统的相互关联性和潜在的系统性风险仍然存在。第四，在美国和英国，即使在金融危机之后，金融的结构性权力仍使金融业和依赖信贷的国家之间保持着紧密关系。于是，在后危机时期的银行业改革中，改革者似乎不愿从根本上颠覆银行家在危机前建立起的制度和结构，银行家则又一次占据了优势地位。

危机之后，各国政府出台了广泛的改革措施，这些措施在危机之前是无法想象的。政府在银行业改革的公开角力中也取得了优势。然而，关于国家能力的更宽泛的问题依然存在。我们认为，大举限制国家能力仅仅是一个概念上的论述。政府没有质疑银行和金融的宗旨这一根本性问题。政府仍然珍视现行金融体系并且尝试去修复其中的漏洞。政府坚信，以市场为导向的金融创新将推动并塑造金融体系。因此，实质权力仍然掌握在私营部门手里。在激烈的竞争下，这必将带来更多复杂的巴洛克式的金融形态。这将监管者置于一个无尽的追赶游戏中，在快速演进的市场面前，他们获胜的概率几乎为零。

因此，我们需要能够直击并限制风险交易和系统性风险的新规则。这就需要重构市场来减少竞争，对某些活动征收惩罚性交易税，同时直

接禁止高风险和对社会最无益的那些金融活动。总体而言，正如凯（Kay，2012）所言：

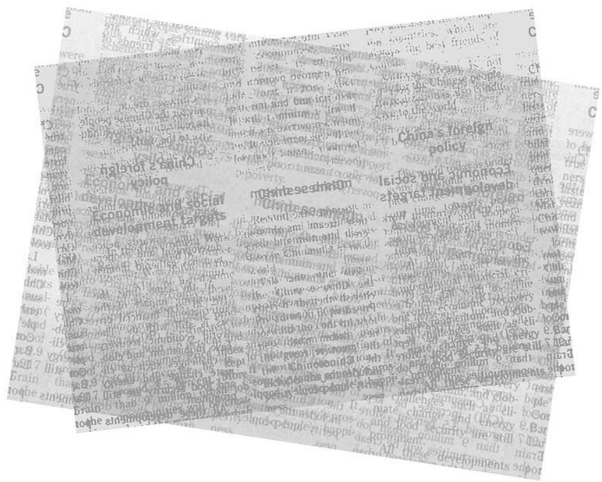
> 我们需要的是规模更小、更简单、专门为非金融部门提供特定金融服务的金融机构，而不是彼此开展同业交易的金融机构。在系统重要性金融机构的问题上，唯一可持续的答案就是限制系统重要性的范围。除非政客们准备好在这个问题上降服（伦敦金融城和）华尔街的巨头们，否则监管改革就不可能真正有效。

正如古德哈特（2010,第153页）所说，现在是“回归最基本原则”的时候了。合理的改革需要对整个金融体系的根本性反思。政客们可能会觉得前景十分可怕。但是，关于改革的问题应该从一些自明之理开始：大型、复杂且相互关联的金融体系更容易爆发连续的大规模危机。处于金融中心地带的银行业和金融体系十分庞杂，对其实施有效管理即便有此可能也十分艰巨。从根本上看，这是一个关于复杂性和人类控制的局限性的问题。自危机以来，这些问题在某种程度上变得更加极端，主要原因是大型银行变得更大也更为复杂。虽然有上述各种批评言论，政府还是在很大程度上接受了这种现状，主要因为他们仍然将大型金融体系视作经济的一个关键部分，似乎并不情愿从根本上挑战现状。

---

1. 嵌入式自治是埃文斯在1995年提出的概念，主要指国家官僚机构通过协商理事会（deliberated councils）形式，将具有主导性的官僚组织与私人资本之间制度化地连接起来。本书认为各国政府与金融之间的关系也符合这个概念范畴。——译者注
2. 高街银行主要指在英国商业大街（high street）上遍布的银行，提供便民服务。——译者注
3. 格式塔跳跃，是指我们看到的事物改变并不是对象本身改变，而是我们的心理或心智活动发生了改变。——译者注

结论



本书试图解决这样一个谜题——为什么有的国家的金融体系在2008年爆发了危机，而有的国家却安然无恙。本书聚焦于美国和英国这两个银行和金融体系遭受危机重创的国家，同时也关注未受危机影响的两个国家——澳大利亚和加拿大。此外，本书也深入探讨了一个问题——为什么在遭受金融危机重创的国家里，仍然有银行能够抵挡绝大部分诱惑，不依赖短期批发市场融资，不大幅扩张资产负债表，不过度参与资产证券化交易。

本书最主要的结论之一是，银行业市场对于塑造银行家行为以及银行业形态与表现有着极为重要的作用。在金融繁荣期间，银行首席执行官面对激烈的市场竞争，面临着不断提升市场份额、净资产收益率以及股价的压力。金融市场的不断演进也创造了机会，使一些交易转变为如今看来是高风险的杠杆交易。尽管许多政治家和评论员坚持认为是贪婪引发了银行业危机，但现实是，银行家若未能实现强劲盈利就将被撤职，银行若在金融军备竞赛中落后就会面临被收购的威胁。银行是具有

极强等级体系的机构，在缺乏有效内部制衡的情况下，首席执行官承受着必须战胜竞争对手的压力，而且压力会传导给其他高级管理人员、风险管理人员和交易员，因为他们都担心遭遇不利评价或停职。另一方面，银行家如果在高压市场中表现出色，就会从鼓励风险承担的薪酬机制中获得巨大的回报。与此相反，在澳大利亚和加拿大，银行首席执行官面临的短期盈利最大化的压力较小，而且银行传统信贷业务仍具备较大的盈利空间。举例来说，2007年澳大利亚澳洲联邦银行的贷款总额占总资产的76%，而英国巴克莱银行的贷款总额仅占总资产的28%。

本书使用“市场的奴隶”这一比喻来强调市场对于银行家行为选择的影响。然而，本书的论点也并非绝对。即便是在英美等金融核心国家，尽管银行家都承受着巨大压力，但也并非所有的银行家都屈服于高杠杆交易的诱惑。例如，美国富国银行和摩根大通银行提前预判了市场走势，顶住了再造资产负债表的压力；高盛则在市场中以智取胜，在2007年成功实施了对冲。上述银行都在此次危机中幸免于难。这就说明，行为主体由于所持观念并非普遍观念，因此有时能够逆市而为，而其背后往往有着独特制度能力和审慎银行文化的支持。然而，一个关键问题在于，假设利润不断攀升的显著趋势延续，像摩根大通的杰米·戴蒙这样的首席执行官还能够在更为谨慎的道路上坚持多久。2005年，摩根士丹利的股东认为银行正在放弃大量盈利机会，该行随后解雇了裴熙亮，转而选择麦晋桁继任。

在英美两国，市场或许极大地刺激了抵押贷款支持证券及其他资产的高风险杠杆交易，但这绝不是2007—2008年金融危机的主因。即便是与2007年单家银行的资产负债表相比，资产支持证券市场中的损失规模也不算很大。那么，问题在于，为什么次级市场5000亿美元左右的损失触发了一场规模和涉及范围远大于此的金融危机，甚至还引发了全球批发融资市场的枯竭。这是由于最初的损失发生在系统性风险的背景下，在此背景下，资产价值相对较小的波动足以引发一场巨大灾难。当时，大部分银行资本短缺且短期债台高筑，银行间相互依存并形成一个复杂

的体系，随着各类金融机构中的大量行为人陷入恐慌，市场在2007年8月至2008年10月期间无可避免地逐步走向崩塌。正是恐慌情绪，以及相互依存与脆弱性在其中发挥了最重要的作用。这些结构性效应影响范围之大，席卷了许多银行。

仅有极少数的银行高管、监管者、经济学家或其他评论家预见了危机的到来（Hindmoor and McConnell，2014）。几十年来，银行高管和支持他们的政府精英共同造就了一个脆弱的金融体系，系统性风险在体系内累积，且没有人能完全理解和掌控这一体系。此前多轮金融危机的教训并未改变21世纪头10年金融盛宴的轨迹，因为此轮盛宴里的普遍观点认为，市场富有韧性，而且“这次不一样”。“宇宙的主人”们是市场真正的信徒，着迷于发起并分销证券化资产的美好前景、流动性充足的市场、高科技风险管理系统，以及来自评级机构、审计机构、投资者和监管者的保证。根据英国议会银行业委员会（2013b）的要求，英国政府承诺将对银行家不顾后果的行为给予刑事处罚。然而，当时绝大多数银行家并不理解自己所承担的风险。正如前文所述，相对而言，许多资深银行家对于证券交易的主要形式、影子银行风险敞口、信贷违约掉期市场的抵押要求等内容知之甚少。

本书提出了解释此次银行业大危机的一个方法。其中首先涉及作为行为人的银行家，他们信仰市场，他们的行为受到基于企业和市场的一整套制度激励的重大影响。很多时候，尤其是在金融繁荣时期，主流观念推动市场前行，激励风险承担。正如2008年危机时的情形，如果系统性风险等因素导致市场恐慌、机构倒闭乃至金融崩盘，更广泛的结构性动能将开始发挥更大作用。我们相信，本书基于历史制度主义的研究路径可以更广泛地应用于其他形式的金融市场动能和危机。

以美国20世纪30年代银行业危机为例，其中的关键就在于行为人在有限理性、非理性繁荣和系统性风险环境下运行。爱尔兰和冰岛的银行业危机中也同样反映出这些结构性动能的作用，爱尔兰债务催生的房地

产泡沫破灭引发危机，而冰岛银行业在崩盘前的债务规模高达该国GDP的6倍。本书研究路径的关键在于，分析行为人以及他们在制度和结构背景下的思考和行为方式。本书认为最主要的影响因素是观念和市场。行为人的观念对于其行为塑造起到至关重要的作用，这一点在金融繁荣时期尤为突出。在英美两国，正是对于风险的不同观念和理解将更为审慎的银行与危机中倒闭的银行区分开来。“这次不一样”，其潜台词是金融已实现转型、经济泡沫不再、利润能不断增长。“这次不一样”的观点将会支撑起下一次金融繁荣。市场同样也对行为人施加强大压力。本书特别强调，银行业市场的本质、市场竞争水平以及盈利机会都对银行业形态和表现具有重要影响。因此，改革措施若建立在市场竞争能有效约束银行家行为这一假设之上，则发生了方向性错误。市场同样也很容易形成复杂的相互依赖关系和系统性风险来源。这也将对是否会发生下一次危机起到核心作用。

最后，金融危机凸显出人类理解复杂体系的有限性。除了在少数案例中，银行家能意识到风险之高已不可接受，因此拒绝随波逐流，或成功地及时退出；更多的情况都可以用有限理性概念和行为金融学理论来解释。传染效应和连锁效应在脆弱的结构中引发浩劫，而市场参与者却误认为这一结构建立在坚实的基础之上，因此，人类在控制复杂体系方面的有限性同样显而易见。这是能动性与结构相互作用的一个典型案例。行为人对金融体系安全性的观念蒙蔽了双眼，使其对危机前不断累积的系统性风险视而不见。主流观念和假设掩盖了行为人所面对的结构化体系的真正本质。事实证明，观念与结构具有危险的趋同性。只有当危机真正来临，银行家才终于认识到他们所参与创造的金融体系的本质。大多数银行家抛弃对市场的虔诚信仰时已为时过晚。随着美国房地产泡沫破裂，损失开始放大，银行家旋即陷入了信心崩溃、资产价值下降、利率上升以及批发融资市场信贷枯竭的恶性循环。在此情形下，银行竞相出售资产，奋力补充资本以弥补损失，极力争取债务展期。银行的减价出售资产、收缩信贷，以及由于结构性背景导致的信贷市场枯竭都体现了行为人的集体能动性，而当时的结构性背景使上述行为几乎成

为唯一的选择。

最终的结果是发生了银行业崩盘和资本主义历史上最严重的金融危机。2008年金融危机造成了批发信贷市场的停滞，从而拖垮了银行业体系，令主要经济体陷入深度衰退。2007年第四季度至2009年第三季度，意大利和英国的经济产出下降了9.8%，日本下降了8.9%，美国和加拿大下降了8.6%，德国下降了7.2%（Gorton，2012,第184—185页）。银行破产迫使政府实施了大规模救助，政府救助导致债务和财政调整的负担从私人部门转移至公共部门。2010年，最初在英美两国集中爆发的银行业危机演变为欧元区危机（对2007—2008年后金融危机动态演变的详细叙述，见Gamble　2014）。尽管欧洲货币联盟的经济逻辑是欧元区危机的核心原因，但与2007—2008年金融危机一样，银行业自由化、高杠杆水平和系统性风险也是欧元区危机的一大诱因（Patomaki，2012,第9页）。希腊债务危机标志着更广泛的欧元区危机的开始，究其原因，可以追溯到德国和法国资深银行家的投资决定：当时利率较低且市场认为任何政府债务违约的可能性都极低，因此，面对市场竞争，德法两国银行家决定投资希腊政府债务而非德国国债，以追求额外的高收益。当人们发现希腊政府在美国投资银行的协助下隐藏了真实的债务状况，投资者陷入恐慌，不仅迅速从希腊国债市场撤离，还一并抛弃了西班牙和葡萄牙的主权债务市场。正如布莱思（Blyth，2013）所述，欧洲当前的紧缩政策正使得债务负担和更广泛的危机从私人部门转移到公共部门。

银行家和支持他们的政府精英共同将主要经济体的银行业和金融体系拖入了严重的混乱之中。而且，直至今日还存在一个更大的问题。金融核心国家自由化和金融化大行其道，导致巨大的结构变迁，市场竞争压力不断增加，由此创造出的金融新秩序呈现一种新的金融弗兰肯斯坦的形态——金融体系大而不倒、太复杂而不能管理，深嵌于更广泛的经济中，但同时又极其脆弱且危机多发。尽管如此，高负债国家的领导人与银行业和金融业仍然保持密切联系。英美两国的政治家仍旧依赖于来自金融业的税收和竞选资金捐助。如果说过去的经验有任何可资借鉴的

地方，那就是政客们可能会希望赶上下一次金融繁荣，因为他们已经折服于一些新型金融创新的优点和“这次不一样”的观点。一些政府领袖在危机后也许有所悔悟，但他们仍执着于大金融，希望创建具有国际竞争力的金融市场。最根本的问题在于，他们拒不同意大幅缩减金融业规模的主张。事实上，危机之后，大银行变得更大，政府和金融之间的联系在某些方面也得到进一步加强。应对危机的大规模救助以及危机后的量化宽松政策向金融体系注入了大量资金，其中大部分资金投向了金融交易，推高了股市。道德风险的问题愈加严重。银行家意识到不管发生什么他们都将获得救助。唯一的潜在约束是，鉴于本轮救助的规模之大，政府在未来中短期内几乎没有能力实施类似规模的新一轮银行救助。这一约束在英美两国尤为显著，因为英美两国政府领袖不赞成要求银行在下一次危机到来前上缴救助基金的提议，同时两国目前的危机管理和银行处置计划仍难以有效应对下一次危机。政府领袖似乎无法承受与大金融共存之重，但没有它又难以生存。因此，即使是在危机之后，银行家和金融家也并不缺乏能动性。在某种意义上，他们变得更加强大：坐拥进一步整合后的银行业，仍然具有重要的影响力，继续忙于破坏当前改革。在这一次的金融荣枯周期中，银行家在非理性的繁荣中成为他们所创造的市场的奴隶。现在看来，政府似乎也日益成为市场的奴隶。

本书的论点对银行业改革具有重要意义。英美两国政府仍然将庞大的金融行业视为重要的经济资产，这就迫使监管者陷入无穷无尽的复杂规则编写中，试图在市场演进过程中限制银行家及其冒险行为。正如我们在第九章中提到，监管者在这场猫鼠游戏中并不占上风。相比之下，澳大利亚和加拿大开创了更为安全的银行业模式——高度结构化的银行业市场、主要银行之间的有限竞争、侧重传统银行业务。它们的银行业市场规模远小于英美等核心经济体，且大部分银行业务服务于实体经济的需求。这一模式值得在英美国家推广。然而，隐含的问题在于，由于英美两国债台高筑的政府已与金融紧密结合，这成为限制改革取得实质性效果的关键问题所在。这就意味着，如果不进行更彻底的改革，核心金融市场很可能重蹈金融危机覆辙，紧随其后的将是更多的政府救助。

最后，本书的研究在制度主义理论，特别是历史制度主义方面有何理论意义？我们认为，应反思那些强调（甚至过分强调）制度制约行为人的制度主义理论。值得注意的是，我们所记录的金融化进程以及银行业革命，正是由行为人所书写的跨越几十年的制度变迁中的重要篇章。显然，低估能动性作用范围的制度主义论述存在某些方面的问题。制度是可变的，正是制度与行为人之间相互塑造的互动关系对制度的改变与重塑有着重要影响。当行为人更具权力时这一点尤为突出。“宇宙的主人”们，特别是首席执行官与资深银行家，都拥有强大的权力和权威，他们一度还凭借金融奇迹创造了新型的合法性。这些行为人能改变制度规则和规范；能迫使竞争对手退出；能强烈影响政府，以获得他们想要的监管形式并将自身的风险转嫁给政府。

那么，问题就在于，制度的约束在哪里？为什么本书将银行家称为“市场的奴隶”？诚然，在英美等核心金融市场，大型银行的大部分银行家面临着沉重的制度压力去遵从市场。采取保守策略的交易员，以及拒绝为激进交易策略背书的风险官，都不仅是在拿他们的奖金更是在用他们的职业生涯冒险。正如霍尔丹所观察到的，要想从这样一个“派对”中抽身，不仅对单个机构来说很难，对于个人来说也十分艰难，因为同事会说有个朋友两年前就这么干了，如今已失业在家（访谈，2013年5月9日）。此外，银行盈利形势一片大好，银行实现的利润不断增长，这反过来又推高了可接受的业绩标准的水平，这就是银行家个体所处的环境。从这一意义出发，再加上银行内部所显示出的等级权力关系，都使得银行雇员真正成为市场的奴隶。

权威和等级在此非常重要。如果说银行的职能部门人员能动性有限，那他们的老板，特别是专横的首席执行官则具备更强的能动性。毕竟，正是首席执行官和其他资深银行家共同掀起了银行业革命，并将国家与其自身利益捆绑在一起。然而，一旦他们创造了新的交易帝国，助推了金融繁荣，他们就不会成为其亲手创造的金融体系的奴隶吗？布莱恩（2013,第21—22页）认为,“即便将2007年时所有的银行家们都换掉，

以完全不同的人取而代之，他们在金融危机期间的表现也不会有本质区别，这就是激励机制的作用”。本书对此持不同看法，布莱思的观点太过制度主义，几乎完全忽略了能动性。正如前文所述，银行家在2007—2008年金融危机前的表现还取决于他们如何思考和理解金融世界。当时，这些资深银行家被认为是行使职权和自由裁量权的最佳人选，但最终激励机制和个人观念共同决定了其行为模式。一些银行家认为“这次不一样”，金融繁荣是可控的，于是他们扩大了杠杆和交易头寸。但另一些银行高管至少预先看到了金融危机的可能性，于是他们采取更为保守的行动。本书还认为，银行更深厚的文化，以及银行以更审慎的方式发掘独特的制度性盈利空间的能力，正是更为审慎的银行所具有的重要制度支持。

理论上，行为人及其观念都至关重要。这与历史制度主义一些最新的观点相一致，主张以行为人为中心进行制度分析，并结合建构主义的观点，即行为人如何利用其观念来理解并影响世界，从而制定可能的（尽管制度上受限的）行动路线。本书着力表明，并非所有行为人的想法都趋于一致，即使在随波逐流似乎成为准则的银行文化盛行的背景下，行为人的想法仍有所差异。的确，无论对于市场或金融繁荣的可持续性持何种观点，行为人在追随金融繁荣方面面对着巨大的物质激励。但这更突显出那些持反对观点、采取不同思考和行为模式的行为人的观点。思想和行动的差异性表明，行为金融理论中对非理性繁荣、羊群效应等行为的解释过于概括，过于强调普世性，实则无法准确解释繁荣时期华尔街和伦敦的众多银行内部究竟发生了什么。换言之，行为人的作用不可忽略。

参考文献

Acharya, Viral, Thomas Cooley, Matthew Richardson, Richard Sylla, and Ingo Walter. 2011. "Prologue: A Bird's Eye View: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act." In Viral Acharya, Thomas Cooley, Matthew Richardson, and Ingo Walter (eds.), *Regulating Wall Street: The Frank-Dodd Act and the New Architecture of Global Finance*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 1–32.

Acharya, Viral, Thomas Cooley, Matthew Richardson, and Ingo Walter. 2009. "Manufacturing Tail Risk: A Perspective on the Financial Crisis of 2007–9." *Foundations and Trends in Finance* 4(4): 247–325.

Acharya, Viral, Nirumpama Kulkarni, and Matthew Richardson. 2011. "Capital, Contingent Capital, and Liquidity Requirements." In Viral Acharya, Thomas Cooley, Matthew Richardson, and Ingo Walter (eds.), *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 143–180.

Acharya, Viral, Lasse Pedersen, Thomas Philippon, and Matthew Richardson. 2011. "Taxing Systemic Risk." In Viral Acharya, Thomas Cooley, Matthew Richardson, and Ingo Walter (eds.), *Regulating Wall Street: The Frank-Dodd Act and the New Architecture of Global Finance*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 121–142.

Acharya, Viral, and Matthew Richardson. 2009. "Causes of the Financial Crisis." *Critical Review* 21(2): 195–210.

Acharya, Viral, Matthew Richardson, Stijn Nieuwerburgh, and Lawrence White. 2011. *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Acharya, Viral, and Philipp Schnabl. 2009. "How Banks Played the Leverage Game." In Viral Acharya and Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 83–100.

Acharya, Viral, Paul Wachtel, and Ingo Walter. 2009. "International Alignment of Financial Sector Regulation." In Viral Acharya and Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 365–376.

Ackermann, Josef. 2005a. Speech presented at the General Meeting of Deutsche Bank AG, Frankfurt, 18 May. Available at https://www.db.com/medien/en/downloads/RedeDrAckermannHV2005englisch.pdf.

———. 2005b. Statement at the Annual Press Conference of Deutsche Bank, 3 February. Available at https://www.db.com/medien/en/downloads/RedeENG.pdf.

Admati, Anat, and Martin Hellwig. 2013. *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It.* Princeton, NJ: Princeton University Press.

Aikman, David, Andrew Haldane, and Benjamin Nelson. 2010. "Curbing the Credit Cycle." Speech presented to the Columbia University Center on Capitalism and Society Annual Conference, New York, 20 November. Available at http://www.bis.org/review/r101214e.pdf.

Alden, William. 2012. "For Wall Street Overseer, Progress Comes at a Crawl." *New York Times,* 3 January.

Aldrick, Philip. 2012. "Paul Tucker Warns Backlash to Another Bank Bailout Would Be 'Uncontainable.'" *Telegraph,* 12 October.

Allen, Franklin, Ana Babus, and Elena Carletti. 2009. "Financial Crises: Theory and Evidence." *Annual Review of Financial Economics* 1: 97–116.

Allen, Jason, and Walter Engert. 2007. "Efficiency and Competition in Canadian Banking." *Bank of Canada Review,* Summer: 33–45.

Anderson, Jenny, and Landon Thomas Jr. 2007. "Goldman Sachs Rakes in Profit in Credit Crisis." *New York Times,* 19 November.

Andrews, Edmund. 2008. "Greenspan Concedes Error on Regulation." *New York Times,* 23 October.

ANZ (Australia and New Zealand Banking Group). 2008. *Annual Report 2008.* Melbourne: ANZ.

APRA (Australian Prudential Regulation Authority). 2004. "APRA Releases Changes to Home Loan Risk-Weighting." Press release, 16 September. Available at http://www.apra.gov.au/MediaReleases/Pages/04_33.aspx.

———. 2009. "APRA's Risk-Rating Activity, Trends and Risk Outlook." *APRA Insight* 1: 2–9.

Archer, Margaret. 1995. *Realist Social Theory: The Morphogenetic Approach.* Cambridge: Cambridge University Press.

———. 2000. "For Structure: Its Reality, Properties and Powers: A Reply to Anthony King." *Sociological Review* 48(3): 464–472.

———. 2003. *Structure, Agency and the Internal Conversation.* Cambridge: Cambridge University Press.

ASIC (Australian Securities and Investment Commission). 2009. *Global Crisis: The Big Issues for Our Financial Markets.* ASIC Summer School, Sydney, 2–3 March.

———. 2010. *Securities and Investment Regulation: Beyond the Crisis.* ASIC Summer School, Melbourne, 1–3 March.
Augar, Philip. 2010. *Reckless: The Rise and Fall of the City.* London: Vintage Books.
Bacon, Kenneth. 2010. *Memorandum for the Record.* Interview of Kenneth Bacon by the Financial Crisis Inquiry Commission, 5 March. Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.
Bailey, Andrew. 2013. "Capital and Lending." *Sunday Times*, 5 May.
Baker, Andrew. 2010. "Restraining Regulatory Capture? Anglo-America, Crisis Politics and the Trajectories of Change in Global Financial Governance." *International Affairs* 86(3): 647–663.
———. 2012. "When New Ideas Meet Existing Institutions: Why Macroprudential Regulatory Change Is an Incremental Process." In Manuela Moschella and Eleni Tsingou (eds.), *Explaining Incremental Change in Global Financial Governance.* Colchester, UK: Routledge, 35–56.
———. 2013. "The New Political Economy of the Macroprudential Ideational Shift." *New Political Economy* 18: 112–139.
Bakir, Caner. 2003. "Who Needs a Review of the Financial System in Australia? The Case of the Wallis Inquiry." *Australian Journal of Political Science* 38(3): 511–534.
———. 2005. "The Exoteric Politics of Bank Mergers in Australia." *Australian Journal of Politics and History* 51(2): 235–256.
Balls, Ed. 2006. Speech to the British Bankers Association Industry Dinner, 11 October. Available at http://www.bba.org.uk/media/article/economic-secretary-ed-balls-mp-speaks-of-greater-government-support-for-the/speeches/.
Bank of America. 2006. *Annual Summary Report.* Charlotte, NC: Bank of America. Available at http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/71/71595/reports/BAC_summaryAR.pdf.
———. 2007. *Annual Report.* Charlotte, NC: Bank of America. Available at http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/71/71595/reports/2007_AR.pdf.
Bank of Canada. 2008. *Financial System Review—December 2008.* Toronto: Bank of Canada. Available at http://www.bankofcanada.ca/2008/12/publications/periodicals/fsr/december-2008/.
Bank of England. 2006. *Financial Stability Report, July.* London: Bank of England. Available at http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2006/fsrfull0606.pdf.
———. 2007. *Financial Stability Report, April.* London: Bank of England. Available at http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2007/fsrfull0704.pdf.
Banks, Eric. 2011. *See No Evil: Uncovering the Truth behind the Financial Crisis.* Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
Barclays. 2007a. *Barclays 2006 Preliminary Results* (webcast). London: Barclays.
———. 2007b. *Barclays PLC Annual Report 2007.* London: Barclays. Available at http://group.barclays.com/about-barclays/investor-relations/annual-reports.
———. 2008. *Barclays PLC Annual Report 2008.* London: Barclays. Available at http://group.barclays.com/about-barclays/investor-relations/annual-reports.

Barnett, Michael, and Raymond Duvall. 2005. "Power in International Politics." *International Organization* 59(1): 39–75.

Barwell, Richard. 2013. *Macroprudential Policy*. London: Palgrave Macmillan.

Batchelor, Charles. 2006. "Victor Blank Set to Take Over at Lloyds Helm." *Financial Times*, 22 January.

Battellino, Ric. 2007. "Australia's Experience with Financial Deregulation." Address to the China Australia Governance Program, Melbourne, 16 July. Available at http://www.rba.gov.au/speeches/2007/sp-dg-160707.html.

Beales, Richard. 2006. "Banks Hope to Cash In on Rush to Hybrid Securities." *Financial Times*, 5 February.

Bear Stearns. 2007. *Annual Report to Shareholders*. Available at http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/777001/000091412108000077/be11750956-ex13.txt.

Becker, Amanda. 2010. "Multitudes of Lobbyists Weigh In on Dodd-Frank Act." *Washington Post*, 22 November.

Bell, Stephen. 1997. *Ungoverning the Economy: The Political Economy of Australian Economic Policy*. Oxford: Oxford University Press.

———. 2004. *Australia's Money Mandarins: The Reserve Bank and the Politics of Money*. Melbourne: Cambridge University Press.

———. 2011. "Do We Really Need a New Constructivist Institutionalism to Explain Institutional Change?" *British Journal of Political Science* 41(4): 883–906.

———. 2013. "The Power of Ideas: The Ideational Shaping of the Structural Power of Business." *International Studies Quarterly* 56(4): 661–673.

Bell, Stephen, and Hui Feng. 2013. *The Rise of the People's Bank of China: The Politics of Institutional Development in China's Monetary and Financial Systems*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Bell, Stephen, and Andrew Hindmoor. 2009. *Rethinking Governance: The Centrality of the State in Modern Society*. Cambridge: Cambridge University Press.

———. 2013. "The Structural Power of Business and the Power of Ideas: The Strange Case of the Australian Mining Tax." *New Political Economy*, 30 May. Available at http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13563467.2013.796452#.U_X7GPldVK.

———. 2014. "The Ideational Shaping of State Power and Capacity: Winning Battles but Losing the War over Bank Reform in the US and UK." *Government and Opposition* 49, special issue 03 (July): 342–368.

Bell, Stephen, and John Quiggin. 2006. "Asset Price Instability and Policy Responses: The Legacy of Liberalization." *Journal of Economic Issues* 60: 629–649.

Berkshire Hathaway. 2002. *Annual Report*. Omaha, NE: Berkshire Hathaway. Available at http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf.

Bernanke, Ben. 2005. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." Speech presented at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, VA, 10 March. Available at http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/.

———. 2006. "Modern Risk Management and Banking Supervision." Speech presented to the Stonier Graduate School of Banking, Washington, DC, 12 June.

Available at http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20060612a.htm.
———. 2010. Statement by Ben S. Bernanke before the Financial Crisis Inquiry Commission (transcript), 2 September. Available at http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0902-Bernanke.pdf.
———. 2012. "Some Reflections on the Crisis and the Policy Response." Speech presented at the Russell Sage Foundation and the Century Foundation Conference on Rethinking Finance, New York, 13 April. Available at http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120413a.htm.
Besley, Tim, and Peter Hennessy. 2009. "Global Financial Crisis—Why Didn't Anybody Notice?" Letter from the British Academy to HM Queen Elizabeth II. Available at http://www.britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm.
Bezemer, Dirk. 2009. *No One Saw This Coming: Understanding Financial Crisis through Accounting Models*, research report no. 09002. Groningen: University of Groningen, SOM Research Institute.
Bhide, Amar. 2009. "An Accident Waiting to Happen." Centre on Capitalism and Society working paper no. 39. Available at http://capitalism.columbia.edu/files/ccs/CCSWP39_Bhide.pdf.
———. 2010. *A Call for Judgement: Sensible Finance for a Dynamic Economy*. Oxford: Oxford University Press.
BIS (Bank for International Settlements). 2009. *79th Annual Report*. Basel: BIS.
———. 2011. *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*. Basel: BIS.
———. 2012. *82nd Annual Report, 1 April 2011–31 March 2012*. Basel: BIS. Available at http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2012e.pdf.
———. 2013. *Quarterly Review*, September. Available at https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309.pdf.
Black, Julia. 2006. "Managing Regulatory Risks and Defining the Parameters of Blame: A Focus on the Australian Prudential Regulation Authority." *Law and Policy* 28(1): 1–30.
Blackmore, Vanessa, and Esther Jeapes. 2009. "The Global Financial Crisis: One Global Financial Regulator or Multiple Regulators?" *Capital Markets Law Journal* 4(3): S112–122.
Blair, Shelia. 2012. *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*. New York: Free Press.
Blankfein, Lloyd. 2009. "Do Not Destroy the Essential Catalyst of Risk." *Financial Times*, 8 February.
———. 2010a. *Interview of Lloyd Blankfein by the Financial Crisis Inquiry Commission* (audio). Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.
———. 2010b. *Testimony by Lloyd C. Blankfein as Chairman and CEO of the Goldman Sachs Group, Inc., before the Financial Crisis Inquiry Commission*, 13 January. Available at http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0113-Blankfein.pdf.

Blinder, Alan. 2013. *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead.* New York: Penguin.

Blodget, Henry. 2008. "Bob Rubin: Citi (C) Collapse Was an Act of God." *Business Insider,* 29 November.

Bloomberg, Michael, and Charles Schumer. 2007. "Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership." New York: Office of the Mayor; Washington, DC: US Senate. Available at http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf.

Blundell-Wignall, Adrian, and Paul Atkinson. 2008. "The Sub-prime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform." In Paul Bloxham and Christopher Kent (eds.), *Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008.* Sydney: Reserve Bank of Australia, 55–102.

Blundell-Wignall, Adrian, Paul Atkinson, and Se Hoon Lee. 2008. "Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues." *Financial Market Trends,* 1–21. Paris: OECD. Available at http://www.oecd.org/finance/financial-markets/41942872.pdf.

Blyth, Mark. 1997. "'Any More Bright Ideas?' The Ideational Turn of Comparative Political Economy." *Comparative Politics* 29(2): 229–250.

———. 2002. *Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century.* Cambridge: Cambridge University Press.

———. 2003. "Structures Do Not Come with an Instruction Sheet: Interests, Ideas and Progress in Political Science." *Perspectives on Politics* 1(4): 695–706.

———. 2007. "Beyond the Usual Suspects: Ideas, Uncertainty, and Building Institutional Orders." *International Studies Quarterly* 51(4): 761–777.

———. 2013. *Austerity: The History of a Dangerous Idea.* Oxford: Oxford University Press.

BMO (Bank of Montreal). 2008. *191st Annual Report 2008.* Available at http://www.bmo.com/ci/ar2008/downloads/bmo_ar2008.pdf.

Boone, Peter, and Simon Johnson. 2010. "Will the Politics of Global Moral Hazard Sink Us Again?" In Adair Turner et al. (eds.), *The Future of Finance: The LSE Report.* London: London School of Economics and Political Science, 247–288.

Booth, Lawrence. 2009. "The Secret of Canadian Banking: Common Sense?" *World Economics* 10(3): 1–7.

Borak, Donna. 2011. "Will Dodd-Frank Drive the Financial Industry Overseas?" *American Banker,* 22 July.

Bordo, Michael, Angela Redish, and Hugh Rockoff. 2011. "Why Didn't Canada Have a Banking Crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or . . .)?" National Bureau of Economic Research working paper no. 17312. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Borio, Claudio. 2009. "Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision." *Banque de France, Financial Stability Review* 13: 31–41.

Borio, Claudio, Craig Furfine, and Phillip Lowe. 2001. "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options." BIS working paper no. 1, March. Basel: BIS.

BNS (Bank of Nova Scotia). 2007. *Annual Report.* Toronto: BNS. Available at http://cgi.scotiabank.com/annrep2007/en/.
———. 2008. *Annual Report.* Toronto: BNS. Available at http://cgi.scotiabank.com/annrep2008/en/.
———. 2009. *Annual Report.* Toronto: BNS. Available at http://www.scotiabank.com/annrep2009/ARWeb/.
Brady, Dennis. 2009. "Bernanke Blasts AIG for 'Irresponsible Bets,' That Led to Bailouts." *Washington Post*, 4 March.
Braithwaite, John. 2005. *Markets in Vice, Markets in Virtue.* Annandale, NSW: Federation Press.
Braithwaite, Tom, and Francesco Guerrera. 2010. "Wall Street Titans Face the Flak." *Financial Times*, 13 January.
Braithwaite, Tom, and Aline van Duyn. 2011. "A Disappearing Act (US Financial Regulations)." *Financial Times*, 20 July.
Broadbent, Ben. 2012. 'Deleveraging'. Speech at Market News International, 15 March.
Brown, Gordon. 2007. Speech by the Chancellor of the Exchequer to Mansion House. London, 20 June. Available at http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100407010852/http://www.hm-treasury.gov.uk/speech_chex_200607.htm.
———. 2010. *Beyond the Crash: Overcoming the First Crisis of Globalization.* New York: Free Press.
Bruner, Christopher, and Rawi Abdelal. 2005. "To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy." *Journal of Public Policy* 25(2): 191–217.
Brunnermeier, Markus. 2009. "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008." *Journal of Economic Perspectives* 23(1): 77–100.
Buiter, Wilem. 2009. "Wilem Buiter's Maverecon." *Financial Times*, 15 April.
Bushnell, David. 2010. Interview of David Bushnell by the Financial Crisis Inquiry Commission, 1 April. Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews#B.
Business Monitor International. 2010. *Canada Commercial Banking Report Q2 2010.* London: Business Monitor International.
Businessweek. 2006. "Inside Wall Street's Culture of Risk." *Bloomberg*, 11 June.
Butler, Ben. 2008. "Bad Debt Provisions Hit ANZ." *Herald-Sun* (Melbourne, Australia), 29 July.
Caballero, Ricardo, and Arvind Krishnamurthy. 2009. "Global Imbalances and Financial Fragility." *American Economic Review* 99(2): 584–588.
Cable, Vincent. 2009. *The Storm: The World Economic Crisis and What It Means.* London: Atlantic.
Cameron, David. 2012. Speech to the Lord Mayor's Banquet, London, 12 November. Available at http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/9673847/David-Camerons-Lord-Mayors-Banquet-speech-in-full.html.

Campbell, John. 2004. *Institutional Change and Globalization.* Princeton, NJ: Princeton University Press.

———. 2011. "The U.S. Financial Crisis: Lessons for Theories of Institutional Complementarity." *Socio-economic Review* 9(2): 211–234.

Carew, Edna. 1997. *Westpac: The Bank That Broke the Bank.* Sydney: Doubleday.

Carney, John. 2011. "Hazing at Goldman Sachs." CNBC.com, 26 April.

CBA (Commonwealth Bank of Australia). 2008. *Annual Report 2008.* Sydney: CBA. Available at https://www.commbank.com.au/about-us/shareholders/pdfs/annual-reports/2008_Annual_report.pdf.

———. 2009. *Annual Report 2009.* Sydney: CBA. Available at https://www.commbank.com.au/about-us/shareholders/pdfs/annual-reports/2009_Annual_report.pdf.

Chipman, Derek. 2012. "How the Volcker Rule Influenced Morgan Stanley's Global Infrastructure Fund." *Seeking Alpha,* 15 October.

Christophers, Brett. 2013. *Banking across Boundaries: Placing Finance in Capitalism.* Oxford: Wiley-Blackwell.

CIBC (Canadian Imperial Bank of Commerce). 2006. *CIBC Annual Accountability Report.* Toronto: CIBC. Available at https://www.cibc.com/ca/pdf/about/aar06-en.pdf.

———. 2007. *CIBC Annual Accountability Report.* Toronto: CIBC. Available at https://www.cibc.com/ca/investor-relations/annual-reports.html.

———. 2008. *CIBC Annual Accountability Report.* Toronto: CIBC. Available at https://www.cibc.com/ca/investor-relations/annual-reports.html.

Cimilluca, Dana. 2007. "For BofA's Lewis, Investment Banking Is a 4-Letter Word." *Wall Street Journal,* 18 October.

Citigroup. 2007. *Annual Report 2007.* New York: Citigroup (USA). Available at http://www.citigroup.com/citi/investor/quarterly/2008/ar07c_en.pdf.

———. 2008. *Annual Report 2008.* New York: Citigroup (USA). Available at http://www.citigroup.com/citi/investor/quarterly/2009/ar08c_en.pdf.

CityUK, The. 2008. *Economic Contribution of UK Financial Services 2008.* London: The CityUK. Available at http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Economic-Contribution-of-UK-Financial-Services-2008.pdf.

Claessens, Stijn, Giovanni Dell'Ariccia, Deniz Igan, and Luc Laeven. 2009. "Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis." International Monetary Fund working paper no. 10/44. Washington, DC: IMF. Available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf.

Clark, Andrew. 2009. "Why We Are Different but Not Necessarily Safe." *Australian Financial Review,* 4 December.

Clark, Ed. 2007. Presentation to TD Bank Financial Group Scotia Capital Financials Summit 2007, 11 September. Available at http://www.td.com/document/PDF/investor/2007/td-investor-2007-scotia-summit-transcript.pdf.

Cleary, Gottlieb, Steen and Hamilton LLP. 2012. "Marketing Issues in the Volcker Rule Proposal" (SEC file no. S7-41-11) (letter), 13 February. Available at http://www.sec.gov/comments/s7-41-11/s74111-310.pdf.

Cleland, Carol. 2011. "Prediction and Explanation in Historical Natural Science." *British Journal for the Philosophy of Science* 62(3): 551–582.

Clementi, Gian, Thomas Cooley, Matthew Richardson, and Ingo Walter. 2009. "Rethinking Compensation in Financial Firms." In Viral Acharya and Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 197–214.

Cohan, Peter. 2007. "Will the Subprime Fallout Snag Private Equity?" *Daily Finance*, 3 August.

Cohan, William. 2009. *House of Cards: A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street*. New York: Doubleday.

———. 2011. *Money and Power: How Goldman Sachs Came to Rule the World*. New York: Doubleday.

Colebatch, Tim. 2009. "How Australia Avoided the Global Financial Meltdown (Touch Wood)." *The Age*, 6 June.

Conlisk, John. 1996. "Why Bounded Rationality?" *Journal of Economic Literature* 34(2): 669–700.

Cornell, Andrew. 2009. "How Australia's Banks Dodged the Crisis." *Australian Financial Review*, 21 December.

Cortell, Andrew, and Susan Petersen. 1999. "Altered States: Explaining Domestic Institutional Change." *British Journal of Political Science* 29(1): 177–203.

Costello, Peter. 2009. "Parting Thoughts of a Political Party's Proud and Fortunate Son." *Sydney Morning Herald*, 8 October.

Crary, David. 1998. "Canada Bank Mergers Are Rejected." Associated Press, 14 December.

Croft, Jane. 2007. "Home Loan Slowdown Forecast." *Financial Times*, 3 October.

Croft, Jane, and Charles Pretzlik. 2003a. "HSBC Sees Its Profits Increase by 21%." *Financial Times*, 5 August.

———. 2003b. "Quiet American Ready with Charm Offensive." *Financial Times*, 16 April.

Croft, Jane, and Peter Thal Larsen. 2008. "'Old Fashioned' Banking Boosts Lloyds." *Financial Times*, 22 February.

Crosby, James. 2003. "High House Prices Rest on Solid Ground." *Financial Times*, 7 January.

Crotty, James. 2009. "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture.'" *Cambridge Journal of Economics* 33(4): 563–580.

Crouch, Colin. 2005. *Capitalist Diversity and Change: Recombinant Governance and Institutional Entrepreneurs*. Oxford: Oxford University Press.

———. 2007. "How to Do Post-Determinist Institutional Analysis." *Socio-Economic Review* 5: 527–567.

———. 2009. "Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime." *British Journal of Politics and International Relations* 11(3): 382–399.

Crouch, Colin, and Maarten Keune. 2005. "Changing Dominant Practice: Making Use of Institutional Diversity in Hungary and the United Kingdom." In

Wolfgang Streeck and Kathleen Thelen (eds.), *Beyond Continuity: Institutional Change in Advanced Political Economies.* Oxford: Oxford University Press, 83–102.

Culpepper, Pepper. 2011. *Quiet Politics and Business Power: Corporate Control in Europe and Japan.* Cambridge: Cambridge University Press.

Darling, Alastair. 2009. Speech by the Chancellor of the Exchequer, Mansion House, London, 17 June.

———. 2011. *Back from the Brink.* London: Atlantic Books.

Dash, Eric. 2011. "AAA Rating Is a Rarity in Business." *New York Times,* 2 August.

Dash, Eric, and Michael De la Merced. 2009. "Wachovia Acquisition Drags Down Wells Fargo." *New York Times,* 28 January.

Davies, Howard. 2010. *The Financial Crisis: Who Is to Blame?* Cambridge: Polity Press.

Dawson, Jo. 2012. "Banking Standards: Written Evidence from Jo Dawson." Parliamentary Commission on Banking Standards, Fifth Report, *Changing Banking for Good.* Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/jt201314/jtselect/jtpcbs/27/27vii_we_b05.htm.

Debelle, Guy. 2009. "A Comparison of the US and Australian Housing Markets." Speech presented to the Sub-prime Mortgage Meltdown Symposium, Adelaide, 16 May.

deCarlo, Scott. 2011. "The World's Biggest Companies." *Forbes,* 20 April.

Deeg, Richard, and Gregory Jackson. 2007. "Towards a More Dynamic Theory of Capitalist Variety." *Socio-economic Review* 5: 149–179.

Deighton, Paul (House of Lords). 2013. *Financial Services (Banking Reform) Bill—Second Reading (Clmn. 1338)—Moved by Lord Deighton,* 24 July. Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/ld201314/ldhansrd/text/130724-0001.htm.

Deogun, Nikhil. 2009. "The Future of Finance (a Special Report)—Is Wall Street Over?" *Wall Street Journal,* 30 March: pR4.

DeYoung, Robert, and Tara Rice. 2004. "How Do Banks Make Money? The Fallacies of Fee Income." *Economic Perspectives* 28(4): 34–51.

Diamond, Douglas, and Raghuram Rajan. 2009. "The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies." National Bureau of Economic Research working paper no. 14739. Washington, DC: National Bureau of Economic Research.

Dickson, Julie. 2009a. "Foundations of Effective Supervision and Regulation." Speech presented to the American Bar Association 2009 Spring Meeting, Vancouver, BC, 18 April. Available at http://www.osfi-bsif.gc.ca/app/DocRepository/1/eng/speeches/aba0409_e.pdf.

———. 2009b. "Economic and Financial Turmoil: Are There Lessons for Boards?" Speech presented to the 2009 Financial Services Invitational Forum, Cambridge, ON, 7 May. Available at http://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/Docs/fsif0509.pdf.

———. 2011. *Evidence Given to an Inquiry into the Present State of the Domestic and International Financial System.* Minutes of Proceedings of the Standing Senate Committee, issue no. 5, 23 November. Available at http://www.parl.gc.ca/content/sen/committee/411%5CBANC/05EVB-49195-e.HTM.

Dimon, Jamie. 2010. *Testimony of Jamie Dimon, CEO of JP Morgan Chase to the Financial Crisis Inquiry Commission* (interview), 20 October. Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews#D.

Dodd, Randall, and Paul Mills. 2008. "Outbreak: US Subprime Contagion." *Finance and Development* 45(2): 14–18.

Dodge, David. 2005. "Reflections on the International Monetary and Economic Order." Speech presented to the Conférence de Montréal, Montreal, 30 May. Available at http://www.bankofcanada.ca/2005/05/publications/speeches/reflections-international-economic-monetary-order/.

———. 2006. "Global Imbalances and the Canadian Economy." Speech presented to the Barbados International Business Association, Bridgetown, Barbados, 6 February. Available at http://www.bankofcanada.ca/2006/02/publications/speeches/global-imbalances-canadian-economy/.

Dore, Ronald. 2008. "Financialization of the Global Economy." *Industrial and Corporate Change* 17(6): 1097–1112.

Drummond, Matthew. 2011. "NAB Accused of Failing Investors." *Australian Financial Review*, 18 March, 53.

Duncan, Richard. 2009. *The Corruption of Capitalism: A Strategy to Rebalance the Global Economy and Restore Sustainable Growth*. Hong Kong: CLSA Books.

Duquerroy, Anne, Nicholas Gauthier, and Mathieu Gex. 2009. "Credit Default Swaps and Financial Stability: Risks and Regulatory Issues." *Banque de France, Financial Stability Review* 13: 75–88.

Eatwell, John. 2013. *Financial Services (Banking Reform) Bill—Second Reading (Clmn. 1342)—Moved by Lord Deighton*, 24 July. Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/ld201314/ldhansrd/text/130724-0001.htm.

Economics References Committee (Senate). 2011. *Competition within the Australian Banking System*. Canberra: Economic References Committee. Available at http://www.reia.com.au/userfiles/126O1025.pdf.

Economist. 2009. "Wall Street's New Shape: Rearranging the Towers of Gold." 10 September.

———. 2010a. "Cinderella's Moment." 11 February.

———. 2010b. "The Gods Strike Back." 11 February.

———. 2011. "Bank Reform: Commission Accomplished." 22 April.

———. 2012a. "The Dodd-Frank Act: Too Big Not to Fail." 18 February.

———. 2012b. "From Vanilla to Rocky Road." 25 February.

Edwards, John. 2008. "The Sub-prime Mortgage Meltdown: Origins, Trajectories and Regional Implications—Australia's Experience in the Sub-prime Crisis." Speech to the Flinders University International Expert Symposium, Adelaide, 16 May. Available at http://archive.treasury.gov.au/documents/1396/HTML/docshell.asp?URL=04_Sub-prime_paper.htm.

Eichengreen, Barry, Ashoka Mody, Milan Nedeljkovic, and Lucio Sarno. 2009. "How the Subprime Crisis Went Global: Evidence from Bank Credit Default Swap Spreads." National Bureau of Economic Research working paper no. 14904. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Eisinger, Jesse. 2012. "The Volcker Rule, Made Bloated and Weak." *New York Times*, 22 February.

———. 2013. "Financial Crisis Suite Suggests Bad Behaviour at Morgan Stanley." *New York Times*, 23 January.

Elliott, Larry. 2012. "Barclays Libor Case Could Have Severe Consequences for Banks." *Guardian*, 28 October.

Ellul, Andrew, and Vijay Yerramilli. 2010. "Strong Risk Controls, Lower Risk: Evidence from U.S. Bank Holding Companies." National Bureau of Economic Research working paper no. 16178. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Engelen, Ewald, Ismail Erturk, Julie Froud, Sukhdev Johal, Adam Leaver, Mick Moran, Adriana Nilsson, and Karel Williams. 2011. *After the Great Complacence: Financial Crisis and the Politics of Reform*. Oxford: Oxford University Press.

Epstein, Gerald (ed.). 2005. *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.

Erturk, Ismail, and Stefano Solari. 2007. "Banks as Continuous Reinvention." *New Political Economy* 12(3): 369–388.

Estey, Willard. 1986. *Report of the Inquiry into the Collapse of the CCB and the Northland Bank*. Ottawa: Canada Government Publishing Centre. Available at http://epe.lac-bac.gc.ca/100/200/301/pco-bcp/commissions-ef/estey1986-eng/estey1986-part1-eng.pdf.

Evans, Peter. 1995. *Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Faber, David. 2010. *And Then the Roof Caved In: How Wall Street's Greed and Stupidity Brought Capitalism to Its Knees*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons.

Falcon, Armando. 2010. *Testimony of Armando Falcon before the Financial Crisis Inquiry Commission*, 9 April. Available at http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0409-Falcon.pdf.

Farlow, Andrew. 2013. *Crash and Beyond: Causes and Consequences of the Global Financial Crisis*. Oxford: Oxford University Press.

Farrell, Greg. 2010. *Crash of the Titans: Greed, Hubris, the Fall of Merrill Lynch, and the Near-Collapse of Bank of America*. New York: Crown Business.

FCIC (Financial Crisis Inquiry Commission). 2011. *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. New York: FCIC. Available at http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf.

Ferguson, Adele. 2008a. "Derivative Exposure Still Dogs Our Banks." *Australian*, 12 July.

———. 2008b. "Goode-bye: ANZ Chairman Must Go." *Australian*, 11 August.

———. 2008c. "Goode Time to Move On from ANZ." *Australian*, 21 April.

Ferguson, Charles. 2012. "Bare-Faced Bankers Should Be Treated as Criminals: Prosecuted and Imprisoned." *Guardian*, 20 July.

Ferguson, Niall. 2008. *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. New York: Penguin.

———. 2010. *Civilization: The West and the Rest*. New York: Penguin.
Financial Times. 2008. "Lloyds TSB." 31 July.
———. 2011. "King Helps the Case for Banking Reform." 8 March.
Fisher, Richard. 2013. "Correcting 'Dodd-Frank' to Actually End 'Too Big to Fail.'" Statement before the Committee on Financial Services Hearing, *Examining How the Dodd-Frank Act Could Result in More Taxpayer-Funded Bailouts*, US House of Representatives, 26 June. Available at http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/hhrg-113-ba00-wstate-rfisher-20130626.pdf.
Fishman, Steve. 2008. "Burning Down His House." *New York Magazine*, 30 November.
Fitch (Ratings). 2006. *Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts*. New York: Fitch Ratings. Available at http://www.securitization.net/pdf/Fitch/Derivatives_21Sept06.pdf.
Fitzpatrick, Dan, Gregory Zuckerman, and Liz Rappaport. 2012. "J. P. Morgan's $2 Billion Blunder." *Wall Street Journal*, 11 May.
Foley, Stephen. 2003. "Worth Banking on Lloyds TSB." *Independent*, 29 May.
Foucault, Michel. 1991. *Discipline and Punish: The Birth of the Prison*. London: Penguin.
FPC (Financial Policy Committee). 2013a. Record of the Financial Policy Committee Meeting, 18 June. London: Bank of England.
———. 2013b. Record of the Financial Policy Committee Meeting, 20 November. London: Bank of England.
Freeland, Chrystia. 2009. "Transcript: View from the Top with Julie Dickson, Canadian Bank Regulator." *Financial Times*, 18 December.
———. 2010a. "Canada's Great Escape." *Financial Times*, 30 January.
———. 2010b. "What Toronto Can Teach New York and London." *Financial Times*, 29 January.
Friedman, Jeffrey. 2009. "A Crisis of Politics, Not Economics: Complexity, Ignorance and Policy Failure." *Critical Review* 21(2–3): 127–183.
Friedman, Milton, and Anna Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Friedman, Paul. 2010. *Testimony of Paul Friedman before the Financial Crisis Inquiry Commission* (transcript), 5 May. Available at http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0505-Friedman.pdf.
FSA (Financial Services Authority). 2006. *Financial Risk Outlook 2006*. London: FSA. Available at http://www.fsa.gov.uk/pubs/plan/financial_risk_outlook_2006.pdf.
———. 2007. *Financial Risk Outlook 2007*. London: FSA. Available at http://www.fsa.gov.uk/pubs/plan/financial_risk_outlook_2007.pdf.
———. 2011. *The Failure of the Royal Bank of Scotland: Financial Services Authority Board Report*. London: FSA. Available at http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/rbs.pdf.
———. 2012a. *Final Notice to Peter Cummings*. 12 September. Available at http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/final/peter-cummings.pdf.

———. 2012b. *Final Notice to the Bank of Scotland Plc regarding the Issuance of a Public Censure.* 9 March. Available at http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/final/bankofscotlandplc.pdf.

FSB (Financial Stability Board). 2011. *Shadow Banking: Scoping the Issues.* Basel: FSB. Available at http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412a.pdf.

———. 2012a. *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012.* Basel: FSB. Available at http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118c.pdf.

———. 2012b. *Peer Review of Canada: Review Report.* Basel: FSB. Available at http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_120130.pdf.

FSB, IMF, and BIS. 2011. *Macroprudential Policy Tools and Frameworks: Progress Report to G20.* 27 October. Available at http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102711.pdf.

FSF (Financial Stability Forum). 2008. *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience.* Basel: FSF. Available at http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf.

Gamble, Andrew. 2014. *Crisis Without End? The Unravelling of Western Prosperity.* Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.

Gapper, John. 2009. "Master of Risk Who Did God's Work but Won It Little Love." *Financial Times,* 23 December.

Garnaut, Ross, and David Llewellyn-Smith. 2009. *The Great Crash of 2008.* Melbourne: Melbourne University Press.

Geithner, Tim. 2009. Statement by Treasury Secretary Tim Geithner on Compensation (press release). Washington, DC, 10 June. Available at http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg163.aspx.

———. 2012a. "Financial Crisis Amnesia." *Wall Street Journal,* 1 March. Available at http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052970203986604577253272042239982.

———. 2012b. Remarks by Treasury Secretary Tim Geithner on the State of Financial Reform. US Department of the Treasury (press release), 2 February. Available at http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1408.aspx.

Gieve, John. 2006a. "Financial System Risks in the UK—Issues and Challenges." Speech at the Centre for the Study of Financial Innovation Roundtable, London, 25 June. Available at http://www.bis.org/review/r060727e.pdf.

———. 2006b. "Pricing for Perfection." Speech at the Bank of England, London, 14 December. Available at http://www.bis.org/review/r061218d.pdf.

———. 2007. "The City's Growth—The Crest of a Wave or Swimming with the Stream?" Speech to the London Society of Chartered Accountants, Bank of England, London, 26 March. Available at http://www.bis.org/review/r070327c.pdf.

Giustiniani, Alessandro, and John Thornton. 2011. "Post-Crisis Financial Reform: Where Do We Stand?" *Journal of Financial Regulation and Compliance* 19(4): 323–336.

Gluyas, Richard. 2008. "Commonwealth Bank Faces Scrutiny by ASIC." *Australian,* 20 December.

———. 2009a. "CBA Chief Warns of Further Downturn, Despite $4.7bn Profit." *Australian*, 13 August.

———. 2009b. "Westpac's Optimist Outlook." *Australian*, 5 November.

Goff, Sharlene. 2011. "The Price of Protection." *Financial Times*, 11 September.

Goffman, Erving. 1961. *Asylums: Essays on the Social Situation of Mental Patients and Other Inmates.* New York: Doubleday.

Goldman Sachs. 2006. *Annual Report.* New York: Goldman Sachs. Available at http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/archived/annual-reports/attachments/2006-gs-annual-report.pdf.

———. 2007. *Annual Report.* New York: Goldman Sachs. Available at http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/archived/annual-reports/attachments/entire-2007-annual-report.pdf.

———. 2008. *Annual Report.* New York: Goldman Sachs. Available at http://www.goldmansachs.com/s/swf/2008-annual/pdfs/GS_2008_Annual_Report.pdf.

Goodfellow, Chris. 2011. "How Canada Slipped the Net of Financial Crisis." *Business and Finance*, 30 April, 48–49.

Goodhart, Charles. 2010. "How Should We Regulate the Financial Sector?" In Adair Turner et al. (eds.), *The Future of Finance: LSE Report.* London: London School of Economics and Political Science, 153–176.

Goodley, Simon. 2012. "Serious Fraud Office Investigating Barclays Payments to Qatar." *Guardian*, 30 August.

Gorton, Gary. 2009. "Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007." Presented at the Federal Reserve Bank of Atlanta's Financial Market Conference, "Financial Innovation and Crisis," Jekyll Island, GA, 11–13 May. Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta. Available at http://www.frbatlanta.org/news/Conferen/09fmc/gorton.pdf.

Gorton, Gary. 2012. *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming.* Oxford: Oxford University Press.

Gouvin, Eric. 2001. "The Political Economy of Canada's 'Widely Held' Rule for Large Banks." *Law and Policy in International Business* 32(2): 391–426.

Gow, David. 2009. "Swiss Bank UBS to Cut a Further 8,700 Jobs." *Guardian*, 15 April.

Gowan, Peter. 2009. "Crisis in the Heartland." *New Left Review* 55: 5–30.

Greenspan, Alan. 1997. "Government Regulation and Derivatives Contracts." Speech to the Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, Coral Gables, FL, 21 February.

———. 1998. *The Regulation of OTC Derivatives: Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking and Financial Services*, US House of Representatives, 24 July.

———. 2002. "Rethinking Stabilization Policy," opening remarks at symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, 29–31 August.

———. 2004. "Remarks by the Chairman." American Bankers Association Annual Convention. New York, 5 October.

———. 2005. "Risk Transfer and Financial Stability." Speech to the Federal Reserve Bank of Chicago, Forty-First Annual Conference on Bank Structure, Chicago, 5 May. Available at http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050505/default.htm.

———. 2009. "We Need a Better Cushion against Risk." *Financial Times*, 26 March.

———. 2013. *The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting*. London: Allen Lane.

Griffith-Jones, Stephany, and Avinash Persaud. 2012. "Financial Transactions Taxes." Paper presented to the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, 6 February. Available at http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201202/20120208ATT37596/20120208ATT37596EN.pdf.

Griffiths, Katherine. 2011. "Ringfence Will Cost Britain's Banks Dear, Wall Street Says." *Times* (London), 1 September.

Group of Eight. 2005a. First Letter to the Board of Directors of Morgan Stanley, 3 March. Available at http://www.futureofms.com/letters_to_the_board.html.

———. 2005b. "Shareholders and Former Senior Executives of Morgan Stanley Release Letter to the Board of Directors." Press release, 29 March. Available at http://www.futureofms.com/press_releases.html.

Group of Thirty. 2009. *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*. Washington, DC: G30. Available at http://www.group30.org/images/PDF/Financial_Reform-A_Framework_for_Financial_Stability.pdf.

Group of Twenty. 2009a. *Leader's Statement: London Summit*, London, 2 April. Available at http://www.treasury.gov/resource-center/international/g7-g20/Documents/London%20FM__CBG_Comm_-_Final%204-5%20Sept%202009.pdf.

———. 2009b. *Leaders Statement: Pittsburgh Summit*, Pittsburgh, PA, 24–25 September. Available at http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html.

Guerrera, Francesco, and Charles Pretzlik. 2004. "HSBC Chairman Warns Price War Looms for World's Banks." *Financial Times*, 3 August.

Haldane, Andrew. 2009. "Small Lessons from a Big Crisis." Speech to the Federal Reserve Bank of Chicago, Forty-Fifth Annual Conference, "Reforming Financial Regulation," Chicago, 8 May. Available at http://www.bis.org/review/r090710e.pdf.

———. 2010. "The $100 Billion Question." Speech to the Institute of Regulation and Risk, Hong Kong, 30 March. Available at http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2010/speech433.pdf.

———. 2011. "Control Rights (and Wrongs)." Speech to the Wincott Annual Memorial Lecture, Westminster, London, 24 October. Available at http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech525.pdf.

———. 2012a. "Financial Arms Races." Based on a speech to the Institute for New Economic Thinking, Berlin, 14 April. Available at http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech565.pdf.

———. 2012b. "A Leaf Being Turned." Speech at Occupy Economics, "Socially Useful Banking," London, 29 October. Available at http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech616.pdf.

———. 2012c. "On Being the Right Size." The 2012 Beesley Lectures, Institute of Economic Affairs, London, 25 October. Available at http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech615.pdf.

Haldane, Andrew, and Piergiorgio Alessandri. 2009. "Banking on the State." Paper presented to the Federal Reserve Bank of Chicago, Twelfth Annual International Banking Conference, "The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance Changed?" Chicago, 25 September. Available at http://www.bis.org/review/r091111e.pdf.

Haldane, Andrew, Simon Brennan, and Vasileios Madouros. 2010. "What Is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage?" In Adair Turner et al. (eds.), *The Future of Finance: The LSE Report.* London: London School of Economics and Political Science, 87–120.

Haldane, Andrew, and Vasileius Madouros. 2012. "The Dog and the Frisbee." Speech to the Federal Reserve Bank of Kansas City, 366th Economic Policy Symposium, "The Changing Policy Landscape," Jackson Hole, WY, 31 August. Available at http://www.bis.org/review/r120905a.pdf.

Haldane, Andrew, and Robert May. 2011. "Systemic Risk in Banking Ecosystems." *Nature* 469 (20): 351–355.

Hall, Peter, and Daniel Gingerich. 2009. "Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy: An Empirical Analysis." *British Journal of Political Science* 39: 449–482.

Hall, Peter, and David Soskice. 2001. "An Introduction to Varieties of Capitalism." In Peter Hall and David Soskice (eds.), *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage.* Oxford: Oxford University Press, 1–70.

Hall, Peter, and Rosemary Taylor. 1996. "Political Science and the Three New Institutionalisms." *Political Studies* 44(5): 936–957.

Hardie, Iain, and David Howarth. 2013a. "Framing Market-Based Banking and the Financial Crisis." In Iain Hardie and David Howarth (eds.), *Market-Based Banking and the International Financial Crisis.* Oxford: Oxford University Press, 22–55.

———. 2013b. "A Peculiar Kind of Devastation: German Market-Based Banking." In Iain Hardie and David Howarth (eds.), *Market-Based Banking and the International Financial Crisis.* Oxford: Oxford University Press, 103–127.

Hardie, Iain, and Sylvia Maxfield. 2013. "Market-Based Banking as the Worst of All Worlds: Illustrations from the United States and the United Kingdom." in Iain Hardie and David Howarth (eds.), *Market-Based Banking and the International Financial Crisis.* Oxford: Oxford University Press, 56–78.

Hawtrey, Kim. 2009. "The Global Credit Crisis: Why Have Australian Banks Been So Remarkably Resilient?" *Agenda: A Journal of Policy Analysis and Reform* 16: 95–114.

Hay, Colin. 2002. *Political Analysis.* Basingstoke, UK: Palgrave.
———. 2007. "Constructivist Institutionalism." In Rod Rhodes, Sarah Binder, and Bert Rockman (eds.), *The Oxford Handbook of Political Institutions.* Oxford: Oxford University Press, 56–74.
———. 2013. *The Failure of Anglo-Liberal Capitalism.* Basingstoke, UK: Palgrave.
Hay, Colin, and Ben Rosamond. 2002. "Globalisation, European Integration and the Discursive Construction of Economic Imperatives." *Journal of European Public Policy* 9(2): 147–167.
HBOS. 2001. *Annual Report and Accounts 2001.* London: HBOS. http://www.lloydsbankinggroup.com/media/pdfs/investors/2001/2001_HBOS_R&A.pdf.
———. 2003. *HBOS Results* (transcript). Available at http://www.lloydsbankinggroup.com/media/pdfs/investors/2003/2003_HBOS_Results_Transcript.pdf.
———. 2006. *Annual Report and Accounts 2006.* Edinburgh: HBOS. Available at http://www.lloydsbankinggroup.com/media/pdfs/investors/2006/2006_HBOS_R&A.pdf.
———. 2007a. *Annual Report and Accounts 2007.* Edinburgh: HBOS. Available at http://www.lloydsbankinggroup.com/media/pdfs/investors/2007/2007_HBOS_R&A.pdf.
———. 2007b. *Pre-close Trading Statement Conference Call,* 13 December. Edinburgh: HBOS. Available at http://www.lloydsbankinggroup.com/media/pdfs/investors/2007/2007Dec13_HBOS_Trading_Smt_Conf_Call_Transcript.pdf.
———. 2007c. *Preliminary Results 2006* (presentation), 28 February. Available at http://www.pres.investorrelations.lloydstsb.com/hbos/results/2006prelims/files/prelim06_transcript.pdf.
———. 2008a. *Interim Results 2008.* Edinburgh: HBOS. Available at http://www.lloydsbankinggroup.com/media/pdfs/investors/2008/2008_HBOS_Interim_Results_Transcript.pdf.
———. 2008b. *Preliminary Results 2007.* Edinburgh: HBOS. Available at http://www.pres.investorrelations.lloydstsb.com/hbos/results/2007prelims/files/prelims07_transcript.pdf.
Heinrich, Erik. 2008. "Why Canada's Banks Don't Need Help." *Time,* 10 November.
Hellwig, Martin. 2009. "Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis." *De Economist* 157(2): 129–207.
Hermann, Margaret, and Thomas Preston. 2004. "Presidential Leadership Style and the Foreign Policy Advisor Process." In Eugene Wittkopf and James McCormick (eds.), *The Domestic Sources of American Foreign Policy: Insights and Evidence,* 4th ed. New York: Roman and Littlefield, 363–380.
HIH Royal Commission. 2003. *The Failure of HIH Insurance.* Volume 1, *A Corporate Collapse and Its Lessons.* Canberra: Commonwealth of Australia.
Hindmoor, Andrew, and Alan McConnell. 2013. "Why Didn't They See It Coming? Warning Signs, Acceptable Risks and the Global Financial Crisis." *Political Studies* 61(3): 543–560.

———. 2014. "Who Saw It Coming? The UK's Great Financial Crisis." Journal of Public Policy, Available at http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=9182220&fileId=S0143814X1400004X.

Hindmoor, Andrew, and Josh McGeechan. 2013. "Luck, Systematic Luck and Business Power: Lucky All the Way down or Trying Hard to Get What It Wants without Trying?" *Political Studies* 61(4): 834–849.

Hirschman, Albert. 1970. *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States.* Cambridge, MA: Harvard University Press.

HM Treasury. 2000. "Banking Competition to Deliver Benefits to Consumers: Government Responds to Cruikshank Report." Press release, 4 August.

———. 2010. *Financing a Private Sector Recovery.* Cmnd. 7923. London: HMSO.

HM Treasury. 2011a. *The Government Response to the Independent Commission on Banking.* London: HMSO. Available at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31585/govt_response_to_icb_191211.pdf.

———. 2011b. *A New Approach to Financial Regulation: Building a Stronger System* Cmnd. 8012. London: HMSO.

———. 2012. *Banking Reform: Delivering Stability and Supporting a Sustainable Economy.* Cmnd. 8356. London: HMSO. Available at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/32556/whitepaper_banking_reform_140512.pdf.

———. 2013. *The Government's Response to the Parliamentary Commission on Banking Standards.* Cmnd. 8661. London: HMSO. Available at https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/211047/gov_response_to_the_parliamentary_commission_on_banking_standards.pdf.

Howarth, David. 2012. "France and the International Financial Crisis: The Legacy of State-Led Finance." *Governance* 26: 369–395.

HSBC. 2002. *HSBC Holdings PLC, Annual Review.* London: HSBC. Available at http://www.hsbc.com/investor-relations/financial-results.

———. 2006. *HSBC Holdings PLC Pre-close Trading Update* (transcript of conference call), 5 December. Available at http://www.hsbc.com/investor-relations/financial-results.

———. 2008. *HSBC Holdings PLC, Annual Report and Accounts.* Available at http://www.hsbc.com/investor-relations/financial-results.

———. 2009. *HSBC Holdings PLC, Annual Report and Accounts.* Available at http://www.hsbc.com/investor-relations/financial-results.

———. 2010. *Response to Independent Commission on Banking Issues Paper.* 24 November. Available at http://bankingcommission.independent.gov.uk/responses/.

Huang, Rocco, and Lev Ratnovski. 2011. "The Dark Side of Bank Wholesale Funding." *Journal of Financial Intermediation* 20(2): 248–263. Available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10170.pdf.

Hughes, Chris, and Andrew Edgecliffe-Johnson. 2008. "Lack of Ambition Pays Off for Lloyds TSB." *Financial Times*, 6 May.

Hughes, Chris, and Jennifer Hughes. 2008. "Barclays Wins Market Backing for US Swoop." *Financial Times*, 18 September.

Hutton, Will. 2012. "Let's End This Rotten Culture That Only Rewards Rogues." *Guardian*, 30 June.

ICB (Independent Commission on Banking). 2011. *Final Report: Recommendations.* London: ICB. Available at https://www.gov.uk/government/news/independent-commission-on-banking-final-report.

IMF (International Monetary Fund). 2006. *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues (April).* Washington, DC: IMF.

———. 2008. *Canada: Financial System Stability Assessment—Update.* Washington, DC: IMF. Available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr0859.pdf.

———. 2009a. "Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis." Staff position note no.09/13. Washington, DC: IMF. Available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0913.pdf.

———. 2009b. *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk.* Washington, DC: IMF. Available at http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/pdf/text.pdf.

———. 2010. *Understanding Financial Interconnectedness.* Washington, DC: IMF. http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/100410.pdf.

———. 2012. *Global Financial Stability Report: The Quest for Lasting Stability.* Washington, DC: IMF. Available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/.

Independent. 2005. *Jeremy Warner's Outlook: A Few Signs of Progress, but Lloyds TSB's Strategic Bind Still Looks as Bad as Ever.* 13 December.

Inman, Phillip. 2012. "Volker Says Banking Ring-Fence Is Flawed." *Guardian*, 17 October.

Interactive Investor. 2007. "RBS H1 Profit Up 11 Pct." 3 August.

Irwin, Neil. 2013. *The Alchemists: Three Central Bankers and a World on Fire.* New York: Penguin.

Jain, Ankoor, and Cally Jordan. 2009. "Diversity and Resilience: Lessons from the Financial Crisis." *University of New South Wales Law Journal* 32(2): 416–446.

Jeffery, Christopher. 2003. "BarCap Chief Hits Back at Buffett's Derivatives 'Time Bomb' Comments." *Risk*, 5 March.

Jenkins, Patrick, Sharlene Goff, and George Parker. 2011. "Banks Hope Their Lobbying Pays Off." *Financial Times*, 10 April.

Jenkinson, Nigel. 2006. "Risks to the Commercial Property Market and Financial Stability." Speech at the IPD/IPF Property Investment Conference, Grand Hotel, Brighton, 30 November. Available at http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb070113.pdf.

———. 2007. "Promoting Financial System Resilience in Modern Global Capital Markets: Some Issues." Speech delivered at the conference "Law and Economics of Systemic Risk in Finance," University of St. Gallen, Switzerland, 29 June. Available at http://www.bis.org/review/r070705f.pdf.

Jervis, Robert. 1976. *Perception and Misperception in International Politics.* Princeton, NJ: Princeton University Press.

Jessop, Bob. 2007. *State Power: A Strategic-Relational Approach.* Cambridge: Polity Press.

Jimenez, Katherine. 2008. "ANZ Faces Biggest Credit Dangers." *Australian,* 18 July.

Johnson, Simon. 2009. "The Quiet Coup." *Atlantic,* 1 May.

———. 2012. "Bob Diamond and Banking's Crisis of Legitimacy." *Guardian,* 19 July.

Joyce, Christopher. 2009. "An Outsider's Perspective." *Griffith Review* 25. Available at http://griffithreview.com/edition-25-after-the-crisis/an-outsiders-perspective.

JP Morgan Chase. 2006. *Annual Report 2006.* New York: JP Morgan Chase. Available at http://investor.shareholder.com/jpmorganchase/annual.cfm.

———. 2007. *Annual Report 2007.* New York: JP Morgan Chase. Available at http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2739968746x0x184756/31e544ec-a273-4228-8c2a-8e46127783f8/2007ARComplete.pdf.

———. 2009. *Annual Report 2009.* New York: JP Morgan Chase. Available at http://files.shareholder.com/downloads/ONE/920873948x0x362439/a51db960-bda2-4e30-aacd-3c761b81ba75/2009_AR.pdf.

———. 2010. "Global Banks—Too Big to Fail? Running the Numbers." JP Morgan Global Research, 17 February. Available at http://www.docin.com/p-44748772.html.

———. 2013. *Report of JP Morgan Chase & Co. Management Task Force regarding 2012 CIO Losses.* New York: JP Morgan Chase. Available at http://files.shareholder.com/downloads/ONE/2272984969x0x628656/4cb574a0-0bf5-4728-9582-625e4519b5ab/Task_Force_Report.pdf.

Kahneman, Daniel. 2011. *Thinking, Fast and Slow.* London: Allen Lane.

Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. 1979. "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk." *Econometrica* 47(2): 263–291.

———. 1984. "Choices, Values and Frames." *American Psychologist* 39(4): 341–350.

Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent Sorensen, and Sevcan Yesiltas. 2011. "Leverage across Firms, Banks and Countries." National Bureau of Economic Research working paper no. 17354. Washington, DC: National Bureau of Economic Research.

Kaufman, Henry. 2012. "Henry Kaufman: Big Banks Are Not the Future." *Wall Street Journal,* 5 June.

Kay, John. 2012. "Take on Wall St Titans if You Want Reform." *Financial Times,* 18 September.

Kelly, Kate, and Carrick Mollenkamp. 2007. "Barclays Spars over Its Losses at Bear Stearns." *Wall Street Journal,* 21 July.

Kelly, Paul. 1992. *The End of Certainty: The Story of the 1980s.* Sydney: Allen and Unwin.

Kiff, John. 2009. "Canadian Residential Mortgage Markets: Boring but Effective?" International Monetary Fund working paper no. 09/130. Washington,

DC: IMF. Available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09130.pdf.

Kim, Hun Joon, and Jason Sharman. 2014. "Accounts and Accountability: Corruption, Human Rights and Individual Accountability Norms." *International Organization* 68(2) (May): 417–448. (April).

Kindleberger, Charles. 1978. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises.* Basingstoke, UK: Macmillan.

King, Mervyn. 2007. "Monetary Policy Developments." Speech to the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London, London, 20 June. Available at http://www.bis.org/review/r070622b.pdf.

———. 2009a. "Finance—A Return from Risk." Speech to the Worshipful Company of International Bankers, London, 17 March. Available at http://www.bis.org/review/r090319a.pdf.

———. 2009b. "Monetary Policy Developments." Speech to Scottish business organizations, Edinburgh, 20 October. Available at http://www.bis.org/review/r091022a.pdf.

———. 2010. "Banking—From Bagehot to Basel, and Back Again." Speech at Buttonwood Gathering, New York, 25 October. Available at http://www.bis.org/review/r101028a.pdf

———. 2011. "Monetary Policy Development." Speech at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London, Mansion House, London, 15 June. Available at http://www.bis.org/review/r110617c.pdf.

———. 2012. Speech by the governor at the 2012 BBC Today Program Lecture, London, 2 May. Available at http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2012/567.aspx.

———. 2013. "A Governor Looks Back—And Forward." Speech at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London, Mansion House, London, 19 June. Available at http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech670.pdf.

Kirkup, James. 2009. "Mervyn King: Regulators Unable to Stop City Banks Taking Risks Due to Government." *Telegraph*, 26 February.

———. 2011. "Bob Diamond: Bankers Should Stop Apologising." *Telegraph*, 11 January.

Kovacevich, Richard. 2010. *Interview of Richard Kovacevich with the Financial Crisis Inquiry Commission* (audio), 24 August. Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.

Kravis, Marie-Josée. 2009. "Regulation Didn't Save Canada's Banks." *Wall Street Journal*, 7 May.

Krippner, Greta. 2011. *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance.* Cambridge, MA: Harvard University Press.

Krugman, Paul. 2010. "Good and Boring." *New York Times*, 31 January.

Kwak, James, and Simon Johnson. 2010. *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown.* New York: Pantheon Books.

Kynaston, David. 2011. *City of London: The History.* London: Chatto and Windus.

LaCapra, Lauren. 2011. "Goldman Lobbying Hard to Weaken Volcker Rule." Reuters, 4 May.

Laker, John. 2006. "Basel II—Observations from Down Under." Speech to the Second Annual Conference on the Future of Financial Regulation, London School of Economics, London, 6–7 April.

———. 2009. "The Regulatory Landscape 2009–2010." Speech to Finsia Financial Services Conference, Sydney, 28 October.

Lall, Ranjit. 2012. "From Failure to Failure: The Politics of International Banking Regulation." *Review of International Political Economy* 19(4): 609–638.

Lam, Eric. 2009. "CIBC Named World's 15th Worst Bank." *National Post*, 2 July.

Landy, Heather. 2013. "Why Regional Banks Are the Right Size Right Now." *American Banker Magazine*, April. Available at https://www.53.com/resources/pdf/accolades/accolades-american-banker.pdf.

Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2010a. "Cross-Border Investment in Small International Financial Centers." International Monetary Fund working paper no. 10/38. Washington, DC: IMF. Available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1038.pdf.

———. 2010b. "The Cross-Country Incidence of the Global Crisis." International Monetary Fund working paper no. 10/171. Washington, DC: IMF. Available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10171.pdf.

Large, Andrew. 2003. "Financial Stability—Maintaining Confidence in a Complex World." Speech at the City of London Central Banking Conference, National Liberal Club, London, 17 November. Available at http://www.bis.org/review/r031121g.pdf.

———. 2004. "Financial Stability Oversight—Past and Present." Speech at the London School of Economics, London, 22 January. Available at http://www.bis.org/review/r040202g.pdf.

———. 2005. "A Framework for Financial Stability." Speech at the Istanbul International Conference on Financial System Stability and Implications of Basel II, Istanbul, 18 May. Available at http://www.bis.org/review/r050520d.pdf.

Lawder, David, and Rachelle Younglai. 2010. "Bear Stearns' Cayne Concedes Leverage Was Too High." Reuters, 5 May.

Lawson, Max. 2012. "Rejecting the Robin Hood Tax Would Be a Spectacular Own Goal." *Guardian*, 11 October.

Leahy, Joe, James Mackintosh, Charles Pretzlik, and Gary Silverman. 2002. "How Bond Laid Foundations for the World's 'Local Bank.'" *Financial Times*, 10 August.

Leblond, Patrick. "Cool Canada: A Case of Low Market-Based Banking in the Anglo-Saxon Worlds." In Iain Hardie and David Howarth (eds.), *Market-Based Banking and the International Financial Crisis*. Oxford: Oxford University Press, 201–217.

Lehman Brothers. 2007. *Form 10-K: Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 for the Fiscal Year Ended November 30, 2007* (commission file no. 1-9466). Washington, DC: United States Securities and

Exchange Commission. Available at http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000110465908005476/a08-3530_110k.htm.

Le Pan, Nicholas. 2005. "Economy and Efficiency in Financial Sector Regulation." Speech to the Ottawa Economics Association, Ottawa, 12 April.

Levin, Robert. 2010. *Written Statement of Robert J. Levin before the Financial Crisis Inquiry Commission*, 9 April. Available at http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0409-Levin.pdf.

Lewis, David. 2008. "Weathering the Storm: APRA's Role in Financial Crisis Management." Speech to Continuity Forum, Business Continuity Expo, Melbourne, 27 November.

Lewis, Michael. 2010. *The Big Short: Inside the Doomsday Machine.* London: Allen and Lane.

Lieberman, Robert. 2002. "Ideas, Institutions, and Political Order: Explaining Political Change." *American Political Science Review* 96(4): 697–712.

Lindblom, Charles. 1977. *Politics and Markets: The World's Political Economic Systems.* New York: Basic Books.

Littrell, Charles. 2011. "Responses to the Global Financial Crisis: The Australian Prudential Perspective." Speech to APEC Regional Symposium on Enhancing Financial Policy and Regulatory Co-operation—Responses to the Global Financial Crisis, Melbourne, 8 March. Available at http://www.apra.gov.au/Speeches/Documents/apec-sc-speech-cwl-2-0.pdf.

Lloyds Banking Group. 2010. "Response to the Independent Commission on Banking: Issues Paper." Available at http://bankingcommission.independent.gov.uk/responses/.

———. 2011. "Lloyds Banking Group Response to the Independent Commission on Banking: Issues Paper Response." Available at http://www.lloydsbankinggroup.com/media/pdfs/2011/ICB_Issues_Response.pdf.

Lloyds TSB. 2007. *Annual Report and Accounts 2007.* London: Lloyds TSB. Available at http://www.lloydsbankinggroup.com/media/pdfs/investors/2007/2007_LTSB_Group_R&A.pdf.

———. 2008. *Presentation of Interim Results 2008.* London: Lloyds TSB. Available at http://www.pres.investorrelations.lloydstsb.com/results/2008interims/files/Lloyds_TSB_Group_plc_-_Interims_2008_-_final.pdf.

Lockhart, James. 2010. *Memorandum for the Record.* Telephone interview between James B. Lockhart and the Financial Crisis Inquiry Commission, 19 March, 10:30. Available at http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/2010-03-19%20FCIC%20memo%20of%20staff%20interview%20with%20James%20Lockhart,%20Federal%20Housing%20Finance%20Agency.pdf.

Longworth, David. 2013. "Strengths and Weaknesses of Canadian Financial Regulation before and after the Global Financial Crisis." Paper presented at the 2013 Banking Law Symposium "Who Wants Big Banks?," University of Ottawa, Ottawa, 26–27 June.

Lowenstein, Roger. 2010. *The End of Wall Street.* New York: Penguin.

Lowndes, Vivien. 2010. "The Institutionalist Approach." In David Marsh and Gerry Stoker (eds.), *Theory and Methods in Political Science.* London: Palgrave, 60–79.

Lucas, Robert. 2003. "Macroeconomic Priorities." *American Economic Review* 93: 1–14.

Lukes, Stephen. 1974. *Power: A Radical View*. London: Macmillan.

Luyendijk, Joris. 2012. "Former Rating Agency Worker: I'm Genuinely Frightened." *Business Insider*, 24 July.

Macfarlane, Ian. 2009. "The Crisis: Causes, Consequences and Lessons for the Future: The Australian Perspective." In *Global Crisis: The Big Issues for Our Financial Markets*, ASIC Summer School, 2–3 March. Sydney: ASIC.

Mack, John. 2010. *Interview of John Mack by the Financial Crisis Inquiry Commission*, 2 November (audio). Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews#M.

MackIntosh, James. 2002. "The Art and Science of Bad Loans." *Financial Times*, 1 March.

Macquarie Bank. 2008. *Annual Report*. Sydney: Macquarie Bank. Available at http://static.macquarie.com/dafiles/Internet/mgl/au/about-macquarie-group/investor-relations/financial-disclosure/documents/2008/mbl-fy08-annual-report.pdf?v=1.

Maheras, Thomas. 2010. *Interview of Thomas Maheras by the Financial Crisis Inquiry Commission*, 10 March. Available via http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.

Mahoney, James, and Kathleen Thelen. 2010. "A Theory of Gradual Institutional Change." In James Mahoney and Kathleen Thelen (eds.), *Explaining Institutional Change: Ambiguity, Agency and Power*. Cambridge: Cambridge University Press, 1–37.

Mallaby, Sebastian. 2010. *More Money Than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite*. London: Bloomsbury.

Mann, Michael. 1990. *The Rise and Decline of the Nation-State*. Oxford: Blackwells.

Martin, Iain. 2013. *Making It Happen: Fred Goodwin, RBS and the Men Who Blew Up the British Economy*. London: Simon and Schuster UK.

Matthews, Kent, and John Thompson. 2005. *The Economics of Banking*. Chichester, UK: John Wiley and Sons.

McAnulla, Stuart. 2005. "Making Hay with Actualism? The Need for a Realist Concept of Structure." *Politics* 25(1): 31–38.

McCarty, Nolan, Poole, Keith and Rosenthal, Howard. 2013). *Political Bubbles: Financial Crises and the Failure of American Democracy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

McDonald, Duff. 2009. *Last Man Standing: The Ascent of Jamie Dimon and JP Morgan Chase*. New York: Simon and Schuster.

McDonald, Lawrence. 2009. *A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers*. New York: Crown.

McGee, Suzanne. 2010. *Chasing Goldman Sachs: How the Masters of the Universe Melted Wall Street Down—and Why They'll Take Us to the Brink Again*. New York: Crown.

McIlroy, David. 2010. "The Regulatory Issues Raised by Credit Default Swaps." *Journal of Banking Regulation* 11(4): 303–318.

McLean, Bethany, and Joseph Nocera. 2010. *All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis.* New York: Penguin.

McMahon, Peter. 2008. "HBOS Chiefs Buy Up GBP 6m in Shares." *Scotsman*, 24 March.

McMahon, Richard. 2005. "Behavioural Finance: A Background Briefing." Flinders University, School of Commerce Research Paper Series, no. 05-9. Available at http://www.flinders.edu.au/sabs/business/research/papers/05-9.pdf.

McPhilemy, Samuel. 2013. "Formal Rules versus Informal Relationships: Prudential Banking at the FSA before the Crash." *New Political Economy* 81(5): 748–767.

Mehran, Hamid, Alan Morrison, and Joel Shapiro. 2011. *Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?* Federal Reserve of New York staff report no. 502. New York: Federal Reserve Bank.

Merced, Michael, and Andrew Sorkin. 2010. "Report Details How Lehman Hid Its Woes." *New York Times*, 11 March.

Merrill Lynch. 2006. *Annual Report.* New York: Merrill Lynch. Available at http://www.ml.com/annualmeetingmaterials/2006/ar/pdfs/annual_report_2006_complete.pdf.

———. 2007. *Annual Report.* New York: Merrill Lynch. Available at http://www.ml.com/annualmeetingmaterials/2007/ar/pdfs/annual_report_2007_complete.pdf.

Milne, Alistair. 2009. *The Fall of the House of Credit: What Went Wrong in Banking and What Can Be Done to Repair the Damage?* Cambridge: Cambridge University Press.

Minsky, Hyman. 1982. *Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance.* New York: M. E. Sharpe.

Mishkin, Frederic. 2009. "Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis." National Bureau of Economic Research working paper no. 16609. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Montier, James. 2002. *Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets.* Chichester, UK: John Wiley and Sons.

Moore, Carter & Associates. 2010. *The RiskMinds 2009 Risk Managers' Survey: The Causes and Implications of the 2008 Banking Crisis.* Available at http://www.moorecarter.co.uk/RiskMinds%202009%20Risk%20Managers'%20Survey%20Report.19March2010.pdf.

Moore, James. 2008. "Helen Weir: From Marmite on Toast to a Budget Hotel, It's Back to Basics in High Finance." *Independent*, 12 January.

Moran, Michael. 2003. *The British Regulatory State: High Modernism and Hyper-innovation.* Oxford: Oxford University Press.

Morgan Stanley. 2007. *Annual Letter to Shareholders.* New York: Morgan Stanley. Available at http://www.morganstanley.com/about/ir/pdf/MS_Annual_2006.pdf.

———. 2008. *Form 10-K: Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 for the Fiscal Year Ended November 30, 2008* (com-

mission file no. 1-11758). Washington, DC: United States Securities and Exchange Commission. Available at http://www.morganstanley.com/about/ir/shareholder/10k113008/10k1108.pdf.

———. 2010. *Form 10-K: Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 for the Fiscal Year Ended December 31, 2010* (commission file no. 1-11758). Washington, DC: United States Securities and Exchange Commission. Available at http://www.morganstanley.com/about/ir/shareholder/10k2010/10k2010.pdf.

Moya, Elena. 2009. "UBS Reveals Investment Banking 'Revolution' to Regain Profits." *Guardian*, 17 November.

Mudd, Daniel. 2010. *Memorandum for the Record.* Interview by the Financial Crisis Inquiry Commission, 26 March. Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.

Mulholland, Hélène, and Ben Quinn. 2011. "Cable Claims Coalition Unity over Banking Reforms." *Guardian*, 31 August.

Munro, Ian. 2008. "Australia Faces 'Rocky Road,' Says Swan." *Age*, 10 October.

Murdoch, Scott. 2008. "NZ Warns of More Bad Debts." *Australian*, 19 December.

Myners, Paul. 2008. "Banking Reform Must Begin in Boardroom." *Financial Times*, 24 April.

NAB (National Australia Bank). 2008. *2008 Annual Financial Report.* Melbourne: NAB. Available at http://www.nab.com.au/content/dam/nab/about-us/shareholder-centre/Report-archive/Annual-Financial-Report-2008.pdf.

———. 2009. *2009 Annual Financial Report.* Melbourne: NAB. Available at http://www.nab.com.au/content/dam/nab/about-us/shareholder-centre/Report-archive/Annual-Financial-Report-2009.pdf.

National Audit Office (NAO). 2009. *The Nationalisation of Northern Rock.* London: NAO. Available at http://www.nao.org.uk/wp-content/uploads/2009/03/0809298.pdf.

North, Douglass. 1990. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance.* New York: Cambridge University Press.

Northern Rock. 2006. *Annual Report and Accounts.* Newcastle upon Tyne: Northern Rock. Available at http://www.n-ram.co.uk/~/media/Files/N/NRAM-V2/corporate-reports/res2006pr-annualreportandaccounts.pdf.

Obama, Barack. 2010. Remarks by the President at Signing of Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 July, Washington, DC. Available at http://www.whitehouse.gov/the-press-office/remarks-president-signing-dodd-frank-wall-street-reform-and-consumer-protection-act.

Observer. 2012. "Monsters Like the London Whale Swim in Waters Too Deep to Fathom." 15 July.

OECD. 2010. *Central Government Debt: Statistical Yearbook.* Paris: OECD.

———. 2011. *Income Statement and Balance Sheet Statistics.* Paris: OECD. Available at http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/data/oecd-banking-statistics/income-statement-and-balance-sheet_data-00270-en?isPartOf=/content/datacollection/bank-data-en.

Olson, Mancur. 1965. *The Logic of Collective Action.* Cambridge, MA: Harvard University Press.

Oman, Mark. 2010. *Interview of Mark Oman by the Financial Crisis Inquiry Commission* (audio). Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.

Onaran, Yalman, and Dave Pierson. 2008. "Banks' Subprime Market-Related Losses, Capital Raised: Table." *Bloomberg,* 20 August.

Osborne, George. 2010. Speech by the Chancellor of the Exchequer to the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London, Mansion House, London, 16 June. Available at http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/8578168/Chancellor-George-Osbornes-Mansion-House-speech-in-full.html.

———. 2013. "Speech at JP Morgan." *Daily Telegraph,* 4 February. Available at http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/9847127/George-Osbornes-speech-in-full.html.

OSFI (Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada). 2009. *Prudential Regulation in Challenging Times: Annual Report 2008–2009.* Ottawa: OSFI.

———. 2013. *Financial Data: Banks.* Ottawa: OSFI. Available at http://www.osfi-bsif.gc.ca/osfi/index_e.aspx?ArticleID=554.

Palan, Ronen, Richard Murphy, and Christian Chavagneux. 2010. *Tax Havens: How Globalization Really Works.* Ithaca, NY: Cornell University Press.

Palmer, John. 2002. *Review of the Role Played by the Australian Prudential Regulation Authority and the Insurance and Superannuation Commission in the Collapse of the HIH Group of Companies.* Sydney: HIH Royal Commission.

Parliamentary Commission on Banking Standards (House of Commons). 2012. *Panel on HBOS: Oral Evidence Taken before the Parliamentary Commission on Banking Standards (HC 705-I, Sub-committee B)* (corrected transcript), 30 October. Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/jt201213/jtselect/jtpcbs/c705-i/c70501.htm.

———. 2013a. *"An Accident Waiting to Happen": The Failure of HBOS.* HC 705, Fourth Report of Session 2012–13—Volume 1, *Report, together with Formal Minutes.* London: TSO. Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/jt201213/jtselect/jtpcbs/144/144.pdf.

———. 2013b. *Changing Banking for Good.* HC 175-I, First Report of Session 2013–14—Volume 1, *Summary, and Conclusions and Recommendations.* London: TSO. Available at http://www.parliament.uk/documents/banking-commission/Banking-final-report-volume-i.pdf.

———. 2013c. *Changing Banking for Good.* HC 175-II, First Report of Session 2013–14—Volume 2, *Chapters 1 to 11 and Annexes, together with Formal Minutes.* London: TSO. Available at http://www.parliament.uk/documents/banking-commission/Banking-final-report-vol-ii.pdf.

———. 2013d. *Changing Banking for Good.* HC 175-III, First Report of Session 2013–14—Volume 3, *Oral Evidence Taken by the Commission (Minutes).* London: TSO. Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/jt201314/jtselect/jtpcbs/27/121203.htm.

Patomaki, Heikki. 2012. *The Great Eurozone Disaster: From Crisis to Global New Deal.* London: Zed Books.
Perkins, Tara. 2008a. "BMO Burned by Subprime Mortgage Exposure." *Globe and Mail,* 27 August.
———. 2008b. "BMO Retreats to Its Low-Risk Roots." *Globe and Mail,* 5 March.
———. 2008c. "CIBC Vows to Harness Risk." *Globe and Mail,* 29 February.
———. 2009. "Gordon Nixon: Legacy at a Crossroads." *Globe and Mail,* 15 August.
Perman, Ray. 2013. *Hubris: How HBOS Wrecked the Best Bank in Britain.* Edinburgh: Birlinn.
Perrow, Charles. 2010. "The Meltdown Was Not an Accident." In Michael Lounsbury and Paul M. Hirsch (eds.), *Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis; Part A.* Bingley, UK: Emerald, 309–330.
Persaud, Avanish. 2003. *Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk.* London: Risk Books.
Peston, Robert, and Laurence Knight. 2013. *How Do We Fix This Mess? The Economic Price of Having It All and the Route to Lasting Prosperity.* London: Hodder and Stoughton.
Phang, Stephanie, and Chia-Peck Wong. 2007. "HSBC to Shrink U.S. Mortgage Unit." *International Herald Tribune,* 30 March.
Pixley, Jocelyn. 2004. *Emotions in Finance: Distrust and Uncertainty in Global Markets.* Cambridge: Cambridge University Press.
Pontussen, Jonas. 1998. "From Comparative Public Policy to Political Economy: Putting Institutions in Their Place and Taking Interests Seriously." *Comparative Political Studies* 28(1): 117–147.
Pratley, Nils. 2013. "Vince Cable Has Swallowed the Bankers' Line on Capital." *Guardian,* 24 July.
Prince, Charles. 2010a. *Interview of Charles O. Prince by the Financial Crisis Inquiry Commission* (transcript), New York, 17 March. Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.
———. 2010b. *Testimony of Charles Prince before the Financial Crisis Inquiry Commission Hearing on Subprime Lending and Securitization and Government-Sponsored Enterprises* (Day 2, Session 1), 8 April. Available at http://fcic.law.stanford.edu/hearings/testimony/subprime-lending-and-securitization-and-enterprises.
Protess, Ben. 2011. "Wall Street and Washington React to Volker Rule." *New York Times,* 11 October.
———. 2012. "Wells Fargo Settles a Securities Case." *New York Times,* 15 August.
Pulliman, Susan, and Liz Rappaport. 2008. "Anatomy of the Morgan Stanley Panic." *Wall Street Journal,* 24 November.
Puri, Poonam. 2012. "Bank Bashing Is a Popular Sport." In Suzanne Konzelman and Marc Fovargue-Davies (eds.), *Banking Systems in Crisis: The Faces of Liberal Capitalism.* New York: Routledge, 155–185.
Quaglia, Lucia. 2009. "The 'British Plan' as a Pace-Setter: The Europeanization of Banking Rescue Plans in the EU?" *Journal of Common Market Studies* 47(5): 1063–1083.

Quiggin, John. 2010. *Zombie Economics: How Dead Ideas Still Walk among Us*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Quinn, James. 2010. "Obama Promises US Taxpayer Will Never Again Foot Bill for Banks." *Telegraph*, 21 July.
Quinn, James, and Sean Farrell. 2010. "London at Centre of Lehman Brothers' Accounting Gimmick." *Daily Telegraph*, 12 March.
Raghavan, Anita. 2007. "At Morgan Stanley, a Game of Catch-Up." *Wall Street Journal*, 29 May.
Ratnovski, Lev, and Rocco Huang. 2009. "Why Are Canadian Banks More Resilient?" International Monetary Fund working paper no. 09/152. Washington, DC: IMF. Available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09152.pdf.
RBA (Reserve Bank of Australia). 2006. *Financial Stability Review—September 2006*. Sydney: RBA. Available at http://www.rba.gov.au/publications/fsr/2006/sep/pdf/0906.pdf.
———. 2009. *Financial Stability Review—March*. Sydney: RBA. Available at http://www.rba.gov.au/publications/fsr/2009/mar/pdf/0309.pdf.
———. 2010a. *Financial Stability Review—March*. Sydney: RBA. Available at http://www.rba.gov.au/publications/fsr/2010/mar/html/aus-fin-sys.html.
———. 2010b. "Panel Discussion." In *Conference Volume 2010*. Sydney: RBA. Available at http://www.rba.gov.au/publications/confs/2010/caruana-disc.html.
———. 2011. *Financial Stability Review—March*. Sydney: RBA. Available at http://www.rba.gov.au/publications/fsr/2011/mar/pdf/0311.pdf.
———. 2013. *Financial Stability Review—September 2013*. Sydney: RBA. Available at http://www.rba.gov.au/publications/fsr/2013/sep/pdf/0913.pdf.
RBC (Royal Bank of Canada). 2008. *2008 Annual Report*. Toronto: RBC. Available at http://www.rbc.com/investorrelations/pdf/ar_2009_e.pdf.
———. 2009. *2009 Annual Report*. Toronto: RBC. Available at http://www.rbc.com/investorrelations/pdf/ar_2009_e.pdf.
RBS (Royal Bank of Scotland). 2005. *Presentation of RBS Interim Results for 2005* (transcript), 4 August. Available at http://www.investors.rbs.com/download/transcript/Interim-Aug05-Transcript.pdf.
———. 2006a. *Interim Results 2006*. Proceedings at an Analysts Conference, London, 4 August. Available at http://www.investors.rbs.com/download/transcript/RBS_06_Interims_Analysts_Briefing_Transcript.pdf.
———. 2006b. *Presentation of RBS Annual Results Conference for 2005* (transcript), 28 February. Available at http://www.investors.rbs.com/download/transcript/RBS_FY05_28_Feb_06_Transcript.pdf.
———. 2007a. *Annual Report and Accounts 2007*. Edinburgh: RBS. Available at http://www.investors.rbs.com/download/report/RBS_plc_Accounts_2007.pdf.
———. 2007b. *Presentation of Interim Results for 2007* (transcript), 3 August 2007. Available at http://www.investors.rbs.com/download/transcript/IterimResultsTranscript-3Aug2007.pdf.
———. 2009. *Annual Report and Accounts 2009*. Edinburgh: RBS.

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly.* Princeton, NJ: Princeton University Press.

Richardson, Matthew, Roy Smith, and Ingo Walter. 2011. "Large Banks and the Volker Rule." In Viral Acharya, Thomas Cooley, Matthew Richardson, and Ingo Walter (eds.), *Regulating Wall Street: The Frank-Dodd Act and the New Architecture of Global Finance.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 181–212.

Richardson, Matthew, and Lawrence White. 2009. "The Rating Agencies: Is Regulation the Answer?" In Viral Acharya and Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 101–116.

Rigby, Elizabeth, and Lina Saigol. 2002. "HSBC's Prime Attraction." *Financial Times,* 15 November.

Rixen, Thomas. 2013. "Why Reregulation after the Crisis Is Feeble: Shadow Banking, Offshore Financial Centres, and Jurisdictional Competition." *Regulation and Governance* (online version available prior to publication). Available at http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/rego.12024/full.

Robertson, Grant. 2010. "Lehman Brothers Suing CIBC for $1.3 Billion." *Globe and Mail,* 15 September.

Rogoff, Kenneth. 2012. "Financial Regulation Isn't Fixed, It's Just More Complicated." *Guardian,* 10 September.

Roubini, Nouriel, and Stephen Mihm. 2010. *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance.* New York: Penguin.

Royo, Sebastián. 2012. "How Did the Spanish Financial System Survive the First Stage of the Global Crisis?" *Governance* 26(4): 631–656.

Rutherford, Hamish. 2007. "HBOS Shares Slump on Mortgage Share." *Scotsman,* 13 June.

Ryan, Peter. 2008. "Top Staff Sacked over ANZ's Opes Failures." *ABC News,* 22 August.

Ryan, Stephen. 2009. "Fair Value Accountancy Policy Issued Raised by the Credit Crunch." In Viral Acharya and Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 215–228.

Saigol, Lina. 2002. "HSBC Unperturbed by City Whispers." *Financial Times,* 21 May.

Salz, Anthony. 2013. *Salz Review: An Independent Review of Barclays Business Practices.* Available at http://online.wsj.com/public/resources/documents/SalzReview04032013.pdf.

Schapiro, Mary. 2012. *Examining the Impact of the Volcker Rule on Markets, Businesses, Investors and Job Creation.* Testimony to the Capital Markets and Government Sponsored Enterprises Subcommittee and Financial Institution and Consumer Credit Subcommittee of the US House of Representatives Committee on Financial Services, 18 January. Available at http://www.sec.gov/News/Testimony/Detail/Testimony/1365171489310#.UoD6o_msiFw.

Scharpf, Fritz. 1997. *Games Real Actors Play: Actor-Centered Institutionalism in Policy Research.* Boulder. CO: Westview Press.

Schleifer, Andrei. 1999. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance.* Oxford: Oxford University Press.

Schmidt, Vivien. 2008a. "Discursive Institutionalism: The Explanatory Power of Ideas and Discourse." *Annual Review of Political Science* 11(1): 303–326.

———. 2008b. "From Historical Institutionalism to Discursive Institutionalism: Explaining Change in Comparative Political Economy." Paper presented at the American Political Science Association Meetings, Boston, 28 August. Available at http://citation.allacademic.com/meta/p_mla_apa_research_citation/2/7/8/3/3/pages278339/p278339-1.php.

———. 2010. "Taking Ideas and Discourse Seriously: Explaining Change through Discursive Institutionalism as the Fourth 'New Institutionalism.'" *European Political Science Review* 2(1): 1–25.

Schwartz, Nelson. 2011 "Financial Leaders Expect Shift of Power after Election." *New York Times*, 2 November.

Scotsman. 2007. "Scottish Business Briefing." 12 June.

SEC (US Securities and Exchange Commission). 2005. *2005 Performance and Accountability Report.* Washington, DC: SEC. Available at http://www.sec.gov/about/secpar/secpar2005.pdf.

Senior Supervisors Group. 2009. *Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008* (transmittal letter). Available at http://www.sec.gov/news/press/2009/report102109.pdf.

SFBC (Swiss Federal Banking Commission). 2008. *Subprime Crisis: SFBC Investigation into the Causes of the Write-Downs of UBS AG [SFBC-UBS Subprime Report].* Berne: SFBC. Available at http://www.finma.ch/archiv/ebk/e/publik/medienmit/20081016/ubs-subprime-bericht-ebk-e.pdf.

Shaxon, Nicholas. 2011. "Tax Havens and the Financial Crisis." *May Day International.* Available at http://www.newleftproject.org/index.php/mayday/article/tax_havens_and_the_financial_crisis.

Shiller, Robert. 2000. *Irrational Exuberance.* Princeton, NJ: Princeton University Press.

Simon, Bernard. 2010. "Royal Bank of Canada Loses Top Credit Rating." *Financial Times*, 14 December.

Simon, Herbert. 1957. *Models of Man.* New York: John Wiley and Sons.

Smith, Randall. 2007. "O'Neal Out as Merrill Reels from Loss." *Wall Street Journal*, 29 October.

Smith, Peter, and Peter Thal Larsen. 2006. "Studzinski Plans to Quit HSBC." *Financial Times*, 18 May.

Sorkin, Andrew. 2009. *Too Big to Fail: Inside the Battle to Save Wall Street.* London: Allen Lane.

———. 2011. "Wall St. Aids S.E.C. Case for Budget." *New York Times*, 8 February.

Standard Chartered. 2007. *Annual Report and Accounts 2007.* London: Standard Chartered Bank. Available at http://www.standardchartered.com/sustainability-review-08/en/download/2007_ARA.pdf.

Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce. 2008. *Evidence Given to an Inquiry into the Present State of the Domestic and International Fi-*

nancial System—Subject: The Bank of Canada Report. Minutes of Proceedings of the Standing Senate Committee, issue no. 18, 1 May. Available at http://www.parl.gc.ca/Content/SEN/Committee/392/bank/18ev-e.htm?Language=E&Parl=39&Ses=2&comm_id=3.

Steinmo, Sven, and Kathleen Thelen. 1992. "Historical Institutionalism in Comparative Perspective." In Sven Steinmo, Kathleen Thelen, and Frank Longstreth (eds.), *Structuring Politics: Historical Institutionalism in Comparative Analysis.* Cambridge: Cambridge University Press, 1–32.

Stern, Gary. 2009. "Addressing the Too Big to Fail Problem." Statement of Gary H. Stern before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, Washington, DC, 6 May. Available at http://www.minneapolisfed.org/news_events/pres/sterntestimony05-06-09.cfm.

Stevens, Matthew. 2008a. "Kelly Leaves Doubters in Limbo over Value." *Australian*, 9 August.

———. 2008b. "We'll Have a Soft Landing, Says Westpac's Gail Kelly." *Australian*, 31 October.

———. 2009. "Kelly Green with Envy as Bernanke Calls the Bottom." *Australian*, 7 May.

Stevenson, Rachel. 2004. "Hampton Quits Lloyds TSB over Strategy Disagreements." *Independent*, 14 January.

Stiglitz, Joseph. 2009. "The Anatomy of a Murder: Who Killed America's Economy?" *Critical Review* 21(2–3): 329–339.

———. 2010. *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy.* New York: W. W. Norton.

Straumann, Tobias. 2010. *The UBS Crisis in Historical Perspective.* Expert opinion presented to UBS AG, Zurich, 28 September. Available at http://www.static-ubs.com/global/en/about_ubs/transparencyreport/_jcr_content/rightpar/teaser/linklist/link_0.2098844921.file/bGluay9wYXRoPS9jb250ZW50L2RhbS91YnMvZ2xvYmFsL2Fib3V0X3Vicy90cmFuc3BhcmVuY3lyZXBvcnQvMTg0NjE4X1NocmF1bWFubl9lbi5wZGY=/184618_Straumann_en.pdf.

Streeck, Wolfgang. 2009. *Re-forming Capitalism: Institutional Change in the German Political Economy.* Oxford: Oxford University Press.

———. 2011. "The Crises of Democratic Capitalism." *New Left Review* 71 (September–October): 5–29.

Streeck, Wolfgang, and Kathleen Thelen (eds.). 2005. *Beyond Continuity: Institutional Change in Advanced Political Economies.* Oxford: Oxford University Press.

Strömqvist, Maria. 2009. "Hedge Funds and Financial Crises." *Economic Review* 1: 87–106.

Stumpf, John. 2010. Interview of John Stumpf by the Financial Crisis Inquiry Commission (audio), 23 September. Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.

Suárez, Sandra, and Robin Kolodny. 2011. "Paving the Road to "Too Big to Fail": Business Interests and the Politics of Financial Deregulation in the United States." *Politics and Society* 39(1): 74–102.

Syal, Rajeev, Jill Treanor, and Nick Mathiason. 2011. "City's Influence over Conservatives Laid Bare by Research into Donations." *Guardian*, 30 September.
Sydney Morning Herald. 2009. "Rudd Blasts Westpac over Banana Slip." 9 December.
Syron, Richard. 2010. Interview of Richard Syron by the Financial Crisis Inquiry Commission (audio), 31 August. Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.
Taibbi, Matt. 2009. "The Great American Bubble Machine." *Rolling Stone*, 9 July.
Takáts, Előd, and Patrizia Tumbarello. 2009. "Australian Bank and Corporate Sector Vulnerabilities—An International Perspective." International Monetary Fund working paper no. 09/223. Washington, DC: IMF. Available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09223.pdf.
Taleb, Nassim. 2007. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. New York: Random House.
Tarullo, Daniel. 2013. *Dodd-Frank Act*. Testimony of Governor Daniel K. Tarullo before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, Washington, DC, 14 February. Available at http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/tarullo20130214a.htm.
Taylor, John. 2009. *Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford: Hoover Institution Press.
TD (Toronto-Dominion). 2007. *152nd Annual Report 2007*. Toronto: TD. Available at http://www.td.com/document/PDF/ar2007/td-ar2007-ar2007.pdf.
———. 2008. *Annual Report 2008*. Toronto: TD. Available at http://www.td.com/document/PDF/ar2008/td-ar2008-ar2008.pdf.
Teather, David. 2005. "JP Morgan Pays $1bn to Settle Enron Claim." *Guardian*, 17 August.
———. 2009. "HBOS's Gambler Deals Himself Out." *Guardian*, 11 January.
Telegraph. 2009. "HBOS Whistleblower Paul Moore: Evidence to House of Commons 'Banking Crisis' Hearing." 11 February.
Tett, Gillian. 2009. *Fool's Gold: How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe*. New York: Free Press.
———. 2010. "Silos and Silences: Why So Few People Spotted the Problems in Complex Credit and What That Implies for the Future." *Bank de France Financial Stability Review*, no. 14: 121–129.
Thaler, Richard (ed.). 1993. *Advances in Behavioral Finance*. New York: Russell Sage Foundation.
———. 2000. "From Homo Economicus to Homo Sapiens." *Journal of Economic Perspectives* 14(1): 133–141.
Thal Larsen, Peter. 2005. "HSBC Charges into the U.S." *Chief Executive*, 1 March.
———. 2006a. "Barclays' Cultural Revolution Leader." *Financial Times*, 15 May.
———. 2006b. "Sir John Leaves HSBC with Global Reach but Underperforming Shares." *Financial Times*, 7 March.

———. 2007a. "Barclays Bruised by Subprime Bout but Still in Fighting Spirit." *Financial Times*, 16 November.

———. 2007b. "Expensive Show of Confidence in Barclays." *Financial Times*, 10 November.

———. 2007c. "HSBC Closes Securities Operation." *Financial Times*, 9 November.

———. 2008a. "Barclays Unloads £6bn in Difficult Debt Assets as Sale Conditions Ease." *Financial Times*, 8 August.

———. 2008b. "HSBC Puts Resilience on Display." *Financial Times*, 13 May.

Thelen, Kathleen. 1999. "Historical Institutionalism in Comparative Perspective." *Annual Review of Political Science* 2(1): 369–404.

———. 2011. "Beyond Comparative Statics: Historical Institutional Approaches to Stability and Change in the Political Economy of Labor." In Glenn Morgan, John Campbell, Colin Crouch, Ove Pederson, and Richard Whiteley (eds.), *The Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis.* Oxford: Oxford University Press, 41–62.

Thompson, Helen. 2009. "The Political Origins of the Financial Crisis: The Domestic and International Politics of Fannie Mae and Freddie Mac." *Political Quarterly* 80(1): 17–24.

Thornton, Emily, David Henry, and Adrienne Carter. 2006. "Inside Wall Street's Culture of Risk." *Businessweek*, 11 June.

Tibman, Joseph. 2009. *The Murder of Lehman Brothers: An Insider's Look at the Global Meltdown.* New York: Brick Tower Press.

Treanor, Jill. 2007a. "Lloyds TSB Takes a £200m Hit but Attracts Nervous Savers." *Guardian*, 11 December.

———. 2007b. "When $24bn Profits Are Not Enough." *Guardian*, 10 January.

———. 2008. "Deutsche Stays in Black Despite Further £1.8bn Writedown." *Guardian*, 1 August.

———. 2012a. "Banking Rules May Encourage Riskier Trading, Warns Ratings Agency." *Guardian*, 17 May.

———. 2012b. "Citigroup's Sandy Weill Backs Separation of High Street and Investment Banking." *Guardian*, 25 July.

———. 2012c. "'Electrify' Bank Ringfence, Says Standards Commission." *Guardian*, 21 December.

———. 2012d. "John Vickers Says George Osborne's Banking Reforms Don't Go Far Enough." *Guardian*, 14 June.

———. 2012e. "To Break Up or Not Break Up the Banks, That Remains the Question." *Guardian*, 18 October.

———. 2013a. "Barclays Reveals Plans for £6bn Cash Call to Plug Capital Gap." *Guardian*, 30 July.

———. 2013b. "Barclays Warns on New Capital Rules." *Guardian*, 28 June.

Treasury Committee (House of Commons). 2008. *The Run on the Rock.* HC 56-1, Fifth Report of Session 2007–08)—Volume 1, *Report, together with Formal Minutes.* London: TSO (The Stationery Office).

———. 2009a. *Banking Crisis.* HC 144-I—Volume 1, *Oral Evidence.* London: TSO. Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/144/144i.pdf.

———. 2009b. *Banking Crisis.* HC 144-II—Volume 2, *Written Evidence.* London: TSO. Available at http://www.parliament.the-stationery-office.co.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/144/144ii.pdf.

———. 2009c. *Banking Crisis: Dealing with the Failure of the UK Banks.* HC 416, Seventh Report of Session 2008–09—*Report, together with Formal Minutes.* London: TSO. Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/416/416.pdf.

———. 2009d. *Banking Crisis: The Impact of the Failure of the Icelandic Banks.* HC 402, Fifth Report of Sessions 2008–2009—*Report, together with Formal Minutes.* London: TSO. Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/402/402.pdf.

———. 2009e. *Banking Crisis: Reforming Corporate Governance and Pay in the City.* HC 519, Ninth Report of Session 2008–09—*Report, together with formal minutes.* London: TSO. Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/519/519.pdf.

———. 2011. *Competition and Choice in Retail Banking.* HC 612-I, Ninth Report of Session 2010–11—Volume 2, *Oral and Written Evidence.* London: TSO. Available at http://www.publications.parliament.uk/pa/cm201011/cmselect/cmtreasy/612/612ii.pdf.

———. 2012a. *Fixing LIBOR: Some Preliminary Findings.* HC 418-I, Second Report of Session 2012–13—Volume 1, *Report, together with Formal Minutes;* Volume 2, *Oral Evidence.* London: TSO.

———. 2012b. *The FSA's Report into the Failure of RBS.* HC 640, Fifth Report of the Session 2012–13—*Report, together with Formal Minutes, Oral and Written Evidence.* London: TSO.

Tsingou, Eleni. 2008. "Transnational Private Governance and the Basel Process." In Jean-Christophe Graz and Andreas Nölke (eds.), *Transnational Private Governance and Its Limits.* London: Routledge, 58–68.

Tucker, Paul. 2011. "Discussion of Lord Turner's Lecture, 'Reforming Finance—Are We Being Radical Enough?'" Speech at the Clare Distinguished Lecture in Economics, Cambridge, 18 February. Available at http://www.bis.org/review/r110308c.pdf.

Tucker, Robert. 1978. *The Marx-Engels Reader.* New York: W. W. Norton.

Tucker, Sundeep, Victor Mallet, and Peter Thal Larsen. 2007. "HSBC Warns of 'Tears' if Big Deal Goes Wrong." *Financial Times,* 27 June.

Turner, Adair. 2009a. "How to Tame Global Finance." *Prospect Magazine,* 27 August. Available at http://www.prospectmagazine.co.uk/magazine/how-to-tame-global-finance/#.UkQ7WYZmiFw.

——— 2009b. *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis.* London: FSA. Available at http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.

———. 2010. "What Do Banks Do? Why Do Credit Booms and Busts Occur and What Can Public Policy Do about It?" In Adair Turner et al. (eds.), *The Future of Finance: The LSE Report.* London: London School of Economics and Political Science, 5–86.
———. 2011. "Reforming Finance: Are We Being Radical Enough?" Speech at the 2011 Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy, Clare College, Cambridge, 18 February. Available at http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/2011/0218_at.shtml.
Tversky, Amos, and Daniel Kahneman. 1974. "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases." *Science* 185(4157): 1124–1131.
———. 1992. "Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty." *Journal of Risk and Uncertainty* 5(4): 297–323.
UBS. 2008a. *Annual Report 2008.* Zurich: UBS.
———. 2008b. *Shareholder Report on UBS's Write-Downs.* Zurich: UBS.
———. 2012. "Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships with, Hedge Funds and Private Equity Funds" (letter to the SEC), 17 February. Available at http://www.sec.gov/comments/s7-41-11/s74111-414.pdf.
Urry, Maggie. 2007."Barclays £1.3bn Writedown Calms Market." *Financial Times,* 15 November.
US Federal Reserve. 2007a. *94th Annual Report.* Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System. Available at http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual07/pdf/AR07.pdf.
———. 2007b. *Structure Data for the U.S. Offices of Foreign Banking Organizations,* 31 March. Available at http://www.federalreserve.gov/releases/iba/200703/bycntry.htm.
Valukas, Anton. 2010. *Examiner Report: Lehman Brothers Holdings Inc., Chapter 11 Proceedings* (case no. 08-13555 JMP). Available at http://lehmanreport.jenner.com/.
Veverka, Mark. 2008. "Bank on Them." *Barrons,* 18 February.
Viniar, David. 2010. *Interview of David Viniar by the Financial Crisis Inquiry Commission* (audio). Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.
Vogel, Steven. 1996. *Freer Markets, More Rules: Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries.* Ithaca, NY: Cornell University Press.
Wachman, Richard, and Polly Curtis. 2011. "City Hits Back at Vince Cable over Banking Reform Comments." *Guardian,* 31 August.
Wachovia. 2008. *Form 10-K: Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 for the Fiscal Period Ending December 31, 2007* (commission file no. 1-10000). Washington, DC: United States Securities and Exchange Commission. Available at http://www.taxpayer.net/user_uploads/file/Bailout/BankBios/WellsFargo/Finance/WACHOVIACORP%2010K%202007.pdf.
Wade, Robert. 2009a. "From Global Imbalances to Global Reorganisations." *Cambridge Journal of Economics* 33(4): 539–562.

———. 2009b. "The Global Slump: Deeper Causes and Harder Lessons." *Challenge* 52(5): 5–24.

Walker, David. 2009. *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations*. London: HMSO. Available at http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http:/www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf.

Wallison, Peter. 2009. "Cause and Effect: Government Policies and the Financial Crisis." *Critical Review* 21(2–3): 365–376.

———. 2011. "Financial Crisis Commission Dissenting Statement." National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. *The Financial Crisis Inquiry Report*. New York: Public Affairs.

Walter, Elisse. 2013. *Wall Street Reform: Oversight of Financial Stability and Consumer and Investor Protections*. Testimony before the US Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 14 February. Available at http://www.sec.gov/News/Testimony/Detail/Testimony/1365171489582#.UoIF4vmsiFw.

Ward, Vicky. 2010. *The Devil's Casino: Friendship, Betrayal, and the High-Stakes Games Played inside Lehman Brothers*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons.

Warner, Jeremy. 2005. "Outlook: A Few Signs of Progress but Lloyds TSB's Strategic Bind Still Looks as Bad as Ever." *Independent*, 13 December.

Wearden, Graeme. 2008. "Lloyds TSB/HBOS: What the Analysts Say." *Guardian*, 18 September.

Weber, Max. 1946. "The Social Psychology of the World Religions." In Hans Heinrich Gerth and Charles Wright Mills (eds.), *From Max Weber: Essays in Sociology*. New York: Oxford University Press, 1991, 267–301.

Weihart, Louise. 2007. "Australian Government Says 'Four Pillars' Will Stay; Industry Disagrees, Says It Creates Threat of Foreign Ownership." *Financial Times*, 6 August.

Weiss, Linda. 1998. *The Myth of the Powerless State*. Ithaca, NY: Cornell University Press.

Wells Fargo. 2007. *Annual Report 2007*. San Francisco: Wells Fargo. Available at http://www.wellsfargohistory.com/archives/archives2.html.

———. 2008. *Annual Report 2008*. San Francisco: Wells Fargo. https://www.wellsfargo.com/downloads/pdf/invest_relations/wf2008annualreport.pdf.

———. 2009. *Annual Report 2009*. San Francisco: Wells Fargo. Available at https://www.wellsfargo.com/downloads/pdf/invest_relations/wf2009annualreport.pdf.

Wessel, David. 2010. *In the Fed We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic*. New York: Three Rivers Press.

Westpac. 2007. *Annual Report 2007*. Sydney: Westpac. Available at http://www.westpac.com.au/docs/pdf/aw/ic/WAR2007_AnnualReport_optimi1.pdf.

———. 2008. *Annual Report 2008*. Sydney: Westpac. Available at http://www.westpac.com.au/docs/pdf/aw/ic/WAR2008_AnnualReport.pdf.

Weyland, Kurt. 2008. "Toward a New Theory of Institutional Change." *World Politics* 60(2): 281–314.

Williams, Mark. 2010. *Uncontrolled Risk: The Lessons of Lehman Brothers and How Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System.* New York: McGraw-Hill.
Willis, Andrew. 2009. "RBC Write-Down Signals Caution Still Rules US Strategy." *Globe and Mail,* 21 April.
Wolf, Martin. 2009. *Fixing Global Finance: How to Curb Financial Crises in the 21st Century.* New Haven: Yale University Press.
———. 2010. "Basel: The Mouse That Did Not Roar." *Financial Times,* 14 September.
———. 2012. "Two Cheers for Britain's Bank Reform Plans." *Financial Times,* 14 June.
Wolin, Neal. 2009. Speech to the Independent Community Bankers Association's (ICBA) Washington Policy Summit, Washington, DC, 2 May. Available at http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1154.aspx.
Woll, Cornelia. 2014. *The Power of Collective Inaction: Bank Bailouts in Comparison.* Ithaca, NY: Cornell University Press.
Wyatt, Edward. 2011. "Dodd-Frank under Fire a Year Later." *New York Times,* 18 July.
Young, Kevin. 2013. "Financial Industry Groups' Adaption to the Post-Crisis Regulatory Environment: Changing Approaches to the Policy Cycle." *Regulation and Governnance* (online version). Available prior to publication at http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/rego.12025/abstract.
Zubrow, Barry. 2010. *Interview of Barry Zubrow with the Financial Crisis Inquiry Commission* (audio). Available at http://fcic.law.stanford.edu/resource/interviews.
———. 2012. *JP Morgan Chase Comment Letter on the Notice of Proposed Rulemaking Implementing Section 619 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.* Available at http://www.sec.gov/comments/s7-41-11/s74111-267.pdf.